DIE ENTWICKLUNG DES ZINSFUSSES IN DEUTSCHLAND

VON

1870—1903.

INAUGURAL-DISSERTATION,

DER

STAATSWIRTSCHAFTLICHEN FAKULTÄT

DER

KGL. LUDWIG-MAXIMILIANS-UNIVERSITÄT

ZU MÜNCHEN

ZUR

ERLANGUNG DER DOKTORWÜRDE

VORGELEGT VON

PAUL HOMBURGER.

FRANKFURT A. M.
J. D. SAUERLÄNDER'S VERLAG.
1905.

DIE ENTWICKLUNG DES ZINSFUSSES IN DEUTSCHLAND

VON

1870—1903.

INAUGURAL-DISSERTATION,

DER

STAATSWIRTSCHAFTLICHEN FAKULTÄT

DER

KGL. LUDWIG-MAXIMILIANS-UNIVERSITÄT

ZU MÜNCHEN

ZUR

ERLANGUNG DER DOKTORWÜRDE

VORGELEGT VON

PAUL HOMBURGER.

FRANKFURT A. M.
J. D. SAUERLÄNDER'S VERLAG.
1905.

ANGENOMMEN

VON DER

STAATSWIRTSCHAFTLICHEN FAKULTÄT

DER

UNIVERSITÄT MÜNCHEN.

REFERENT: PROF. LOTZ.

G. Otto's Hofbuchdruckerei in Darmstadt.

MEINEN

GELIEBTEN ELTERN

GEWIDMET.

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41549027_0178

Inhaltsübersicht.

Seite

Einleitung 1

I. Die Entwicklung des Diskonts und des Wertpapierzinsfusses in den Jahren 1870—1903 6

1. Abschnitt: Der deutsch-französische Krieg und die Gründerperiode. 1870—1873 7

2. Abschnitt: Die Krise und die darauf folgende Depression. 1873—1879 15

3. Abschnitt: Die Besserung der wirtschaftlichen Lage in den Jahren 1879—1883 26

4. Abschnitt: Der wirtschaftliche Stillstand von 1884—1888 32

5. Abschnitt: Der Aufschwung Ende der 80er Jahre und der Rückschlag; von Mitte 1888 bis Ende 1890 . 38

6. Abschnitt: Der wirtschaftliche Stillstand in den Jahren 1891 bis Mitte 1895 46

7. Abschnitt: Die Hochkonjunktur in der zweiten Hälfte der 90er Jahre: von Mitte 1895 bis zum Frühjahr 1900 55

8. Abschnitt: Die jüngste Vergangenheit; von 1900—1903 . 63

II. Die Entwicklung des Hypothekenzinsfusses von 1870—1903 . 68

Schluss 76

Anhang: Tabellen.

1. und 2. Tabelle: Diskonttabellen . . . . . 79—81

3.—11. Tabelle: Kurstabellen . . . . . 82—93

12. und 13. Tabelle: Hypothekenzinsfusstabellen . . . 94—97

14. und 15. Tabelle: Wertpapieremissionen und Gründungen . 98 u. 99

Vorwort.

Bei Ausführung meiner Arbeit über die Zinsfussentwicklung in Deutschland während der letzten Jahrzehnte ist mir von den verschiedensten Seiten Anregung und Förderung zuteil geworden. Es ist mir eine angenehme Pflicht, an dieser Stelle allen denen, die mich in so freundlicher Weise durch Mitteilungen oder durch Zugänglichmachung von Material unterstützt haben, meinen herzlichsten Dank auszusprechen. Besonderen Dank schulde ich meinen verehrten Lehrern, insbesondere Herrn Professor Lotz, der mich zur Bearbeitung des vorliegenden Themas angeregt hat.

Karlsruhe, im Oktober 1904.

Paul Homburger.

Einleitung.

Aufgabe der folgenden Darstellung soll es sein, die Bewegungen des Zinsfusses in Deutschland in den Jahren von 1870 bis zur Gegenwart zu schildern und zu erklären.

Zins (Rohzins)[1] ist der Preis für die leihweise Überlassung eines Kapitals für bestimmte Zeit (Reinzins) zuzüglich der sogen. Assekuranz- oder Risikoprämie als Versicherung gegen den möglichen Verlust von Kapital und Zinsen. Unter Kapitalzins (Zins schlechtweg) im Gegensatz zu Miet- und Pachtzins versteht man den Preis für die leihweise Überlassung eines vertretbaren Kapitals. Das Verhältnis des Zinses zum Wert des Kapitals, gewöhnlich in Prozenten des Kapitals ausgedrükt, heisst Zinsfuss. Bei der Zinsfussbestimmung wird im allgemeinen die Darleihung des Kapitals auf ein Jahr zu Grunde gelegt; ein Kapital von Mk. 5000 wird zu 5 % ausgelichen, bedeutet also, dass für jedes Jahr der Überlassung Mk. 250, für einen Bruchteil eines Jahres ein entsprechender Teilbetrag zu bezahlen ist.

Der Rohzins setzt sich, wie erwähnt, zusammen aus Reinzins und Risikoprämie. Welcher Teil des Rohzinses Risikoprämie und welcher Reinzins ist, lässt sich nie genau feststellen; die Risikoprämie ist bald sehr hoch, bald verschwindend gering, je nach der Person des Schuldners und je nach der geleisteten Sicherheit. Eine Untersuchung über die Zinsfussbewegung muss sich daher auf solche Darlehen beschränken, die erfahrungsgemäss die höchste Sicherheit

[1] Vgl. den Artikel „Zins" im Handwörterbuch der Staatswissenschaften.

bieten, deren Zins also nur eine äusserst geringe Risikoprämie enthält; sonst erhalten wir zwar eine Beschreibung der Rohzinsbewegung über die Bewegungen des Reinzinses erfahren wir aber nichts.

Während das Ob und Wie der Sicherheitsleistung sowie die Persönlichkeit des Schuldners nur den Teil des Rohzinses beeinflussen, der die Risikoprämie bildet, ist ein anderes Moment, durch das sich die einzelnen Darlehensarten unterscheiden, zwar auch für die Höhe der Risikoprämie von Bedeutung, vor allem aber massgebend für die Höhe des Reinzinses. Es ist dies die Dauer, für die das Darlehen gewährt wird. Wir haben zu unterscheiden: 1. langfristige, schwer realisierbare Darlehen, 2. Darlehen, die zwar langfristig sind, die sich aber durch die jederzeitige leichte Realisierbarkeit der Forderung den kurzfristigen annähern, und 3. kurzfristige Darlehen. Ad 1. Die wichtigste Art der langfristigen Kreditgewährungen ist die Kreditgewährung gegen Hypothek. Ad 2. Langfristige, aber jederzeit leicht realisierbare Darlehen sind vor allem die Darlehen an allgemein bekannte Personen (Staat, Kommunen, Banken, Industriegesellschaften) gegen Schuldverschreibungen. Ad 3. Die typische Form des kurzfristigen Darlehens ist die Wechseldiskontierung. Diesen 3 Arten der Darlehensgewährung entsprechen 3 Zinsfussarten: der Hypothekenzinsfuss, der Wertpapierzinsfuss und der Wechseldiskont; sie bilden den Gegenstand unserer Untersuchung. Dabei sollen aber nach den obigen Ausführungen im Wesentlichen nur die sichersten Darlehen berücksichtigt werden, also auf dem Gebiete der Wertpapiere hauptsächlich die Staatsanleihen, auf dem Gebiete der Hypothekendarlehen nur die Darlehen gegen erste Hypothek. Dagegen ist eine Einschränkung der Diskontbesprechung auf den Diskont am offenen Markt (Privat- oder Marktdiskont, zu dem, abgesehen von der Güte, nur solche Wechsel genommen werden, die mindestens auf einen bestimmten Nominalbetrag lauten und mindestens noch eine bestimmte längere Laufzeit haben) nicht angängig, da zwar der Bankdiskont (der Zinsfuss, zu dem die Zentralbank alle nicht über 3 Monate laufenden Wechsel mit 3, mindestens aber 2 guten Wechselverpflichteten

annimmt) eine grössere Risikoprämie enthält, aber wegen seiner massgebenden Bedeutung für das gesamte Wirtschaftsleben nicht ausser Acht gelassen werden kann.

Die Lombardzinsfussbewegung schliesst sich eng an die Diskontbewegung an. Der Lombardzinsfuss der Reichsbank war fast durchweg um 1 % höher als ihr Diskontsatz;[1] nur vom 18 August bis 3. September 1880 wurde der Versuch gemacht, mit einem Lombardzinsfuss von gleicher Höhe wie der Diskontsatz (damals 5 %) auszukommen, und vom 5.—20. März 1879 sowie vom 4. September bis 5. Oktober 1880 war der Lombardsatz nur um ½ % höher als der Diskont. Ausserdem existierte vom 12. März 1884 bis 30. Juni 1897 ein Vorzugssatz bei der Lombardierung der deutschen Reichs- und Staatsanleihen (½ % über Diskont).

Wie der Lombardzinsfuss, so ist der Zinsfuss im Kontokorrentverkehr völlig abhängig vom Diskont; in der Regel[2] muss der Bankschuldner 1 % über dem jeweiligen Bankdiskontsatz, mindestens 5 % zahlen. während die Bank Guthaben ihrer Kunden mit 1 % unter Bankdiskontsatz, höchstens aber mit 3—3½ %, oder mit ½—1 % unter dem durchschnittlichen Marktdiskontsatz verzinst.

Der Report, d. i. der Zinsfuss im Spekulationsverkehr der Börse[3], konnte in der vorliegenden Arbeit nicht berücksichtigt werden, da die Betrachtung seiner Bewegungen ohne Bedeutung für die Erkenntnis der Zinsfussbewegung in ihrer Gesamtheit ist. Seine Höhe ist davon abhängig, eine wie starke Baissepartei der Haussepartei bei der Ultimoabrechnung gegenübersteht. Überwiegt die Baisserichtung, so kann der Report in sein Gegenteil, den Deport, umschlagen, d. h. der Haussespekulant muss nicht nur nichts zahlen, um die Haussespekulation aufrecht erhalten zu können, sondern er bekommt noch etwas dafür bezahlt, dass er dem Baissier

[1] Vgl. „Die Reichsbank", Tabelle 63.

[2] Vgl. die von Dr. Buff „Das Kontokorrentgeschäft im deutschen Bankgewerbe" im Anhang I S. 110 ff. mitgeteilten Kontokorrentbedingungen verschiedener Grossbanken.

[3] Vgl. Michaelis „Volkswirtschaftliche Schriften", Erster Band, S. 288 ff.

die Aufrechterhaltung der Baissespekulation ermöglicht. So ist die Reportbewegung nicht so sehr ein besonderer Ausdruck für die Zinsfussbewegung, als vielmehr ein Gradmesser für die an der Börse herrschende Stimmung und in gewissem Grade auch für die allgemeine Wirtschaftslage.

Ueber die Zinsfussbewegung in Deutschland existieren bis jetzt 2 Schriften: „Die Geschichte des Zinsfusses in Deutschland seit 1815 und die Ursachen seiner Veränderung" von Dr. Julius Kahn (1884) und die neuere Arbeit von Dr. Ernst Voye: „Über die Höhe der verschiedenen Zinsarten und ihre wechselseitige Abhängigkeit. Die Entwicklung des Zinsfusses in Preussen von 1807—1900." Beide Verfasser haben einen grossen Zeitraum behandelt und konnten daher naturgemäss nur die grossen Bewegungswellen berücksichtigen. Dagegen sollen in der folgenden Darstellung der Zinsfussentwicklung von 1870—1903 auch die kleineren Schwankungen im Verlauf der grossen Bewegungen berücksichtigt werden. Von Voyes Arbeit unterscheidet sich die vorliegende vor allem noch durch die Fragestellung. Voye leitet zunächst aprioristisch die möglichen Bestimmungsgründe für die Höhe des Zinsfusses aus dem Charakter der einzelnen Zinsarten und aus den Verhältnissen des Geldmarktes ab und sucht dann diesen theoretischen Teil durch die preussische Zinsfussgeschichte seit 1807 zu erläutern. Im Gegensatz dazu stellt sich die folgende Untersuchung die Aufgabe, ausgehend von der tatsächlichen Zinsfussbewegung die Gründe klarzustellen, die jeweils den massgebenden Einfluss ausgeübt haben.

Zum Schluss dieser Vorbemerkungen noch einige Worte über die Stoffeinteilung. Es wäre wohl das Nächstliegende gewesen, der Zerlegung des zu behandelnden Zeitraums in kleinere Zeitabschnitte die wechselnde Tendenz der Zinsfussbewegung zu Grunde zu legen. Diese Methode, die Kahn und auch Voye angewandt haben, schien mir jedoch für die Zeit von 1870 bis zur Gegenwart nicht angängig zu sein. Voye teilt zwar die Zeit von 1870 bis 1900 in 2 Perioden, indem er das Jahr 1895 als Wendepunkt zur steigenden Zinsfussbewegung annimmt. In der Tat ist der Zinsfuss von 1895—1900 ziemlich bedeutend gestiegen; aber

diese Bewegung ist bereits um die Wende des Jahrhunderts ins Stocken geraten und daher vielleicht doch nur als ein Rückschlag, der die sinkende Bewegung für kurze Zeit unterbrach, nicht als der Beginn einer länger dauernden steigenden Richtung anzusehen. Gegen diese Periodeneinteilung spricht jedoch vor allem, dass die wirtschaftlichen Verhältnisse Deutschlands von 1870—1895 soviel Veränderungen erfahren haben, dass eine einheitliche Zusammenfassung der Zinsfussentwicklung während dieses Zeitraums unmöglich erscheint. Ich wähle daher eine Periodeneinteilung, wie sie in der Jubiläumsschrift der Reichsbank bei der Schilderung der Diskontpolitik angewandt ist, die Einteilung nach der allgemeinen Wirtschaftslage.

Dabei soll aber zunächst die Hypothekenzinsfussbewegung ausser Acht gelassen, sie vielmehr in einem Schlussabschnitt für den ganzen Zeitraum seit 1870 im Zusammenhang besprochen werden.

I. Die Entwicklung des Diskonts und des Wertpapierzinsfusses in den Jahren 1870–1903.

Bevor mit der Schilderung der ersten Periode begonnen wird, dürfte es nötig sein, mit wenigen Worten den Verlauf der Zinsfussbewegung in den vorhergegangenen Jahrzehnten zu skizzieren, um so ein Bild der Sachlage zu Beginn des Jahres 1870 zu gewinnen. Ich folge hierbei durchweg den Schilderungen Kahns und Voyes.

In den Kriegsjahren zu Beginn des 19. Jahrhunderts erreichte der Zinsfuss eine ganz abnorme Höhe (die preussischen Staatsschuldscheine fielen im Kurs bis auf 24 ½ im Jahre 1813, was einer Realverzinsung von 16,3 % entsprach — Voye a. a. O. S. 22 —); noch 1815 betrug der Effektivzinsfuss der Staatspapiere vielfach mehr als 6, teilweise sogar mehr als 7 %, der Hypothekenzinsfuss 5–6 %, der Diskont zwischen 4 und 9 %[1]. In der nun folgenden langen Friedensperiode sank der Zinsfuss für Wertpapiere bis auf etwa 3 ½ %, der Hypothekenzinsfuss auf 4—5 %, der Diskont auf 3 ½—4 % (Mitte der 40er Jahre)[2]. Mit dem Jahre 1845 trat ein Umschwung ein; der wirtschaftliche Aufschwung, insbesondere der starke Kapitalbedarf für den Eisenbahnbau und die kriegerischen Verwicklungen wirkten zusammen, den Zinsfuss in die Höhe zu treiben. Diese Bewegung hielt, abgesehen von kurzen Rückschlägen, bis 1870 an. Unbedeutend war die Zinsfusssteigerung im Hypothekenverkehr; noch immer kamen Sätze von 4, 4 ½ und 5 % vor, überwiegend

[1] Kahn, a. a. O. S. 41—54, Voye, a. a. O. S. 27 ff.
[2] „ „ „ „ S. 72 ff. „ „ „ „ S. 33 ff.

jedoch der von 5 %. Die Diskontbewegung erreichte während des Krieges 1866 ihren Höhepunkt. Vom 11. Mai bis 13. Juli 1866 betrug der Diskont der Preussischen Bank 9 %, dann ging er herab bis auf 4 % (13. Dez. 1866) und erst am 4. Sept. 1869 trat wieder eine Erhöhung auf 5 % ein. Für sicherste Wertpapiere endlich wurde bis 1870 allgemein eine Realverzinsung von 5 % erreicht. Zu Beginn des Jahres 1870 wurden an der Berliner Börse folgende Kurse notiert:

3. l. 1870:	5 %	preussische Staatsanleihe	101
„ „ „ :	4 1/2 %	„ „	92 3/4
„ „ „ :	4 %	„ „	89 3/4
„ „ „ :	4 1/2 %	badische Anleihe	92 3/4
„ „ „ :	4 1/2 %	bayrische „	93 1/2
„ „ „ :	5 %	sächsische „	100 1/4
„ „ „ :	3 1/2 %	landsch. Pfandbriefe	etwa 71—72
„ „ „ :	4 %	„ „ „	79—81
„ „ „ :	4 1/2 %	„ „ „	85—87
„ „ „ :	5 %	„ „ „	95—96
„ „ „ :	3 1/2 %	Eisenbahnobligationen „	75—76
„ „ „ :	4 %	„ „ „	82—84
„ „ „ :	4 1/2 %	„ „ „	90—92
„ „ „ :	5 %	„ „ „	99—100

1. Abschnitt: Der deutsch-französische Krieg und die Gründerperiode.

Zunächst soll in kurzen Zügen (im Einzelnen verweise ich auf die beigefügten Tabellen[1]) die tatsächliche Zinsfussbewegung geschildert werden; erst dann können wir an die Frage herantreten, welche Momente diese Bewegung beeinflussten; einige Wiederholungen werden sich dabei freilich nicht vermeiden lassen.

Nachdem im ersten Halbjahr 1870 der herrschende

[1] Die beigefügten Kurstabellen sind für die Jahre 1870—1878 dem Abdruck des Berliner Kurszettels im Reichsanzeiger, für die späteren Jahre dem Kursblatt (Hertel) selbst entnommen. Die Diskonttabellen beruhen auf den Tabellen in der Jubiläumsschrift der Reichsbank; zur Ergänzung wurde der „Deutsche Börsenkalender“ der Frkfter Ztg. sowie Helfferich: „Die Reform des deutschen Geldwesens“ beigezogen.

Zinsfuss keine nennenswerte Änderung erfahren hatte, stieg er im Juli rapid. Am 19. Juli, als auf dem Effektenmarkt die Kurse ihren Tiefpunkt erreicht hatten, betrug die Realverzinsung der besten Anlagepapiere etwa $5\,^3/_4\,\%$ gegen $5\,\%$ zu Beginn des Jahres (wie auch noch am 9. Juli). Zur gleichen Zeit stieg der Diskont der Notenbanken in Frankfurt auf 6, in Hamburg auf 7, in Berlin und Bremen sogar auf $8\,\%$, und der Marktdiskont blieb nur um ein weniges hinter diesen Sätzen zurück. Auf dem Wertpapiermarkt trat bereits am 20. Juli ein Umschwung ein; die Kurse stiegen, anfangs langsam, seit August rascher und erreichten im letzten Quartal fast wieder die Höhe, die sie zu Anfang des Jahres eingenommen. Auch die Diskontsätze konnten seit Mitte August allmählich wieder auf $5-4\,\%$ herabgesetzt werden. In den folgenden Jahren sank der Wertpapierzinsfuss — sehr rasch in der zweiten Hälfte 1871, dann langsam und zeitweise von Rückschlägen unterbrochen — bis auf etwa $4\,^1/_2\,\%$ am Schlusse unserer Periode (in der folgenden Periode weiter bis auf $4\,\%$). Auch im Diskontverkehr ging zunächst der Zinsfuss weiter zurück; der Bankdiskont in Berlin betrug von März 1871 bis September 1872 nur $4\,\%$; in Bremen sank der Diskont sogar auf $2\,^1/_2\,\%$ (23. Dezember 1871 bis 26. Januar 1872). Bereits in der zweiten Hälfte des Jahres 1872 aber trat eine Steigerung der Diskontsätze ein und diese Tendenz setzte sich 1873 weiter fort. Am 3. Mai erreichte der offizielle Satz der Preussischen Bank die Höhe von $6\,\%$[1].

Die Zinsfussbewegung während des Jahres 1870 bedarf kaum einer Erklärung. Es war selbstverständlich der Ausbruch des deutsch-französischen Kriegs, der, indem er das Risiko der Kreditgewährung vermehrte[2], die Diskontsätze im Juli plötzlich in die Höhe schnellen liess und auf der andern Seite einen Kurssturz auf dem Wertpapiermarkte herbeiführte. Bemerkenswert ist aber dabei, dass die Unsicherheit, ob es zum Kriege kommen werde, viel stärker auf die Kurse wirkte, als die Gewissheit des Krieges. Die

[1] Vgl. die Tabellen 1, 2, 3 und 4.

[2] Die Zinsfusssteigerung rührt also von einer Erhöhung der Risikoprämie, nicht von einem Steigen des Reinzinses her.

Kurse der festverzinslichen Anlagewerte erreichten bereits am Tage der Kriegserklärung, am 19. Juli, ihren tiefsten Stand und stiegen von da an langsam wieder, noch bevor ein Treffen stattgefunden hatte. Am 8. August führte die Nachricht von den deutschen Siegen bei Weissenburg und Wörth zu einem starken Kursaufschwung; dagegen übten die weiteren Vorgänge auf dem Kriegsschauplatz kaum noch Einfluss auf die Kursentwicklung aus: die Kurse stiegen langsam weiter. Erst gegen Ende des Jahres, als sich die Beendigung des Krieges verzögerte, trat wieder ein unbedeutender Rückschlag ein.

Interessant ist es auch, wie sich die in Deutschland einsetzende Bewegung allmählich über ganz Europa ausbreitete; den besten Massstab hierfür giebt die Bewegung der Diskontsätze der grossen Notenbanken. In Deutschland begannen die Diskonterhöhungen schon am 14. Juli und dauerten bis zum 21. Juli, und bis zu diesem Tag blieb die Bewegung auf Deutschland beschränkt[1]. Selbst die Bank von Frankreich erhöhte erst jetzt (21. Juli) ihren Satz von 2 1/2 auf 3 1/2 % und am folgenden Tag auf 4 %. Ebenfalls am 21. Juli stieg in Amsterdam der Diskont von 3 auf 5 %. Am 22. Juli endlich sah sich auch die Bank von England genötigt, ihre Rate um 1/2 % auf 3 1/2 % zu erhöhen. In den folgenden Wochen stieg im Ausland der Diskont weiter und erreichte am 5. August in Amsterdam und London die Höhe von 6 %. Am längsten versuchte die Bank von Frankreich einen niedrigen Diskontsatz beizubehalten; erst am 10. August, als die ersten Kämpfe die feste Siegeshoffnung der Franzosen erschüttert hatten, stieg auch in Paris die Bankrate auf 6 %. Als diese letzte Diskonterhöhung in Frankreich eintrat, war in Deutschland die Anspannung des Geldmarktes bereits überwunden. Durch die Schaffung von Darlehnskassen[2] mit dem Recht, bis zu 30 Millionen Rthler. unverzinsliche Darlehnskassenscheine auszugeben, hatte der Norddeutsche Bund dem vermehrten Kreditbedürfnis Rechnung getragen. (In

[1] Vgl. Jahresbericht der Handelskammer zu Frankfurt a. M. 1870.

[2] Vgl. den Artikel „Darlehnskassen" von Prof. Lotz im Handwörterbuch der Staatswissenschaften.

gleicher Weise war Baden vorgegangen, indem es die „Allgemeine Versorgungsanstalt“ zur Ausgabe von 3 Millionen Gulden Darlehnskassenscheine ermächtigt hatte). Durch die Ausgabe der Darlehnskassenscheine wurden die Notenbanken entlastet und sie konnten daher bereits im August wieder zu einer Ermässigung der Diskont- und Lombardsätze schreiten. Auch im Ausland liess die Anspannung des Geldmarktes bald nach; nur die Bank von Frankreich konnte natürlich an eine Herabsetzung ihres Diskontsatzes nicht denken.

Zu Beginn des Jahres 1871 war die Stimmung an den deutschen Börsen zunächst noch eine gedrückte[1], besonders da vom südlichen Kriegsschauplatz (Belfort) beunruhigende Nachrichten einliefen. Eine Besserung trat erst nach der Unterzeichnung des Waffenstillstandes am 28. Januar, vor allem aber seit dem Abschluss der Friedenspräliminarien (28. Februar) ein. Noch einmal kam dann die Aufwärtsbewegung ins Stocken, als in Paris der Bürgerkrieg ausbrach und sich zu gleicher Zeit die Besorgnis geltend machte, ob es Frankreich gelingen würde, die Kriegsentschädigung aufzubringen. Indessen hatte die 2 Milliardenanleihe Frankreichs überraschenden Erfolg, und da inzwischen auch in Paris wieder Ruhe eingetreten war, stand einem kräftigen Aufschwung jetzt nichts mehr im Wege. So begann denn in der zweiten Hälfte des Jahres 1871 die berüchtigte Gründerperiode, die bis in die ersten Monate 1873 anhielt und die mit ihren Folgeerscheinungen das deutsche Wirtschaftsleben auf Jahre hinaus beeinflusste. Als Charakteristikum dieser 2 Jahre kann man es bezeichnen, dass die Überspekulation nicht nur auf einer Übertreibung berechtigter Hoffnungen und Erwartungen beruhte, sondern grossenteils auf vollkommen falschen Anschauungen. Der deutsch-französische Krieg war zu Gunsten Deutschlands entschieden, die deutschen Staaten waren zu einem Reich zusammengeschweisst; Frankreich musste Elsass-Lothringen abtreten und 5 Milliarden Fr. Kriegsentschädigung zahlen. Alles schien dazu angetan, einen kolossalen Wirtschaftsaufschwung Deutschlands

[1] Vgl. „Zeitschrift für Kapital und Rente“, Jahrgang 1872, S. 347 ff.

herbeizuführen. Besonders an die Milliardenentschädigung wurden die höchstgespannten Erwartungen geknüpft. Man erwartete eine grosse Steigerung der Kaufkraft des Volkes und vergass dabei, dass die Kriegsentschädigung doch vor allem Entschädigung war, die durch den Krieg verursachten Schäden heilen, die vernichteten Kapitalien ersetzen sollte. Man erwartete einen bedeutenden Geldüberfluss und infolgedessen eine Geldentwertung und Preissteigerung und vergass, dass der grösste Teil der Milliarden naturgemäss nicht in der Form von Bargeld, sondern in Form von Waren und Schuldverschreibungen auf das Ausland nach Deutschland hereinkam.[1] Man erwartete, dass Kaufkraftsteigerung und Geldentwertung zusammenwirken würden, die Produktion vorteilhaft zu machen, und vergass die gesteigerte Konkurrenz des Auslandes infolge der Verschuldung desselben an Deutschland. Was den Zinsfuss anlangt, erwartete man ein Sinken desselben als Folge des eintretenden Geldüberflusses.[2]

Alle erhofften Wirkungen nahm man nun vorweg, bevor noch mit der Zahlung der Kriegsentschädigung begonnen war: Fabriken wurden gegründet, die Produktion gesteigert, die Preise und Kurse in die Höhe getrieben; dies alles in einem Masse, dass selbst wenn die 4 Milliarden Mk. wirklich in barem Geld hereingekommen wären und sie wirklich das deutsche Geldkapital vermehrt hätten, dass selbst wenn alle Hoffnungen sich erfüllt hätten, doch die Übertreibungen zur Krisis hätten führen müssen.

In den Jahren 1871—1873 wurden nicht weniger als 928 Aktiengesellschaften gegründet mit einem Aktienkapital

---

[1] Eine gewisse Vermehrung der Umlaufsmittel trat natürlich ein, und ohne sie hätte der enormen Preissteigerung jeder Rückhalt gefehlt (vgl. Soetbeer: Die 5 Milliarden, S. 52). Dass aber die Preissteigerung nur zum kleinsten Teil wirkliche Folge der Vermehrung der Umlaufsmittel, zum grössten Teil spekulativer Natur war, geht daraus hervor, dass in den Jahren nach 1873, als diese Vermehrung erst voll wirksam wurde, die Preise wieder sanken.

[2] Vgl. hierzu Jahresbericht des Berliner Ältestenkollegiums über das Jahr 1873, ferner Jahresbericht der Handelskammer zu Frankfurt a. M. über 1873.

von insgesamt 2 780,67 Millionen Mk.[1] (Hierbei darf freilich nicht vergessen werden, dass erst das Aktiengesetz von 1870 die Gründung von Aktiengesellschaften in grösserem Umfange ermöglicht hatte). Im Jahre 1872 allein betrug das Aktienkapital der neugegründeten 479 Gesellschaften fast 1 1/2 Milliarden Mk. (1 477,73 Millionen), ein Betrag der seither auch nicht annähernd wieder in einem Jahr erreicht wurde (1899 nur 364 Gesellschaften mit 544,39 Mill. Mk. Kapital).

Trotz dieser Unmenge neuer Werte stiegen die Kurse anhaltend, und auch alle Anlagepapiere nahmen an dieser Haussetendenz Teil. Besonders im 2. Halbjahr 1871, als sich das allgemeine Interesse noch nicht in vollem Masse den Dividendepapieren zugewandt hatte, stiegen die Kurse der festverzinslichen Anlagepapiere bedeutend.

Wenn nun auch diese Aufwärtsbewegung auf dem Anlagemarkt in engem Zusammenhang stand mit der Hausse auf dem Spekulationsmarkt, so war sie doch ungleich berechtigter als diese. Nachdem der deutsch-französische Krieg durch den Frankfurter Frieden abgeschlossen war, konnte eine längere Friedensperiode erwartet werden; ein gesicherter Frieden ist aber die erste Voraussetzung für ein Erstarken des Kredits und ein Sinken des Zinsfusses. Ferner trat in diesen Jahren kein neuer Kreditbegehr der deutschen Staaten auf; die Staaten verwendeten vielmehr die aus der Kriegsentschädigung ihnen zufliessenden Gelder grossenteils zur Heimzahlung älterer hochverzinslicher Anleihen[2] oder sie (resp. das Reich) legten sie, sei es vorübergehend, sei es, wie bei den Mitteln für den Reichsinvalidenfonds, dauernd in in-

[1] Nach den in Tabelle 15 aufgeführten Zusammenstellungen des „Deutschen Ökonomist".

[2] Volkswirtschaftlich betrachtet wäre es wohl besser gewesen, wenn die verbündeten Regierungen statt fundierte Schulden zu tilgen und dadurch viel bisher in Staatsanleihen festangelegtes Kapital zu mobilisieren und zum grossen Teil der Spekulation zuzutreiben, wenn sie statt dessen das umlaufende Papiergeld bereits damals eingezogen hätten. Freilich wären dann die Zinsersparnisse in den folgenden Jahren weggefallen; allein die Vorteile, die dieses Verfahren der gesamten Volkswirtschaft gebracht hätte, hätten den fiskalischen Nachteil doch wohl überwogen.

ländischen festverzinslichen Werten an[1]. Dadurch wurde das Angebot erstklassiger Wertpapiere stark vermindert und die natürliche Folge davon war ein Steigen der Kurse. Diese Momente lassen den Zinsfussrückgang auf $4^1{}_2{}^0/_0$ am Ende des Jahres 1871 als gerechtfertigt erscheinen, und sie erklären auch die an sich erstaunliche Tatsache, dass im Jahre 1872 nicht wieder ein Steigen des Wertpapierzinsfusses eintrat.

In diesem Jahre nahm nämlich die Spekulation mehr und mehr überhand; je länger der Aufschwung andauerte, desto sicherer wurde das Kapital, desto mehr wandte sich die Nachfrage vom Anlagemarkte ab und dem Spekulationsmarkte zu. Unter diesen Umständen wäre ein erheblicher Kursrückgang der festverzinslichen Werte unvermeidlich gewesen, wenn nicht zu gleicher Zeit das Angebot wesentlich verringert worden wäre, so dass sich die Kurse das ganze Jahr hindurch ziemlich auf derselben Höhe halten konnten. Als sodann die ersten Anzeichen einer drohenden Krisis sich bemerkbar machten und infolgedessen die Anziehungskraft der Spekulationspapiere etwas nachliess, begannen die Kurse der Staatspapiere und der ihnen gleichstehenden Anlagepapiere wieder zu steigen (Anfang 1873). Ende April betrug daher die Realverzinsung dieser Wertpapiere nicht mehr ganz $4^1/_2{}^0/_0$, teilweise nur noch $4^1/_4{}^0/_0$.

Auf dem Geldmarkt hatten sich die Verhältnisse inzwischen ganz eigentümlich entwickelt. Auch hier war im Jahre 1871 zunächst der erwartete Zinsfussrückgang eingetreten; aber der enorme Geldüberfluss, den die Milliarden bringen sollten, blieb aus.

Im Jahre 1871 hatten in der Tat die metallischen Zirkulationsmittel eine grössere Vermehrung erfahren, als dem Bedürfnis der Volkswirtschaft entsprach. Es geht dies daraus hervor, dass trotz des beginnenden Wirtschaftsaufschwungs die Metallvorräte der deutschen Notenbanken im

[1] Die hierdurch eintretende Mobilisierung des Kapitals hätte, ohne dass damit ein fiskalischer Nachteil verbunden gewesen wäre, vermieden werden können durch Anlage in ausländischen statt in inländischen Renten. (Vgl. Soetbeer: Die 5 Milliarden, S. 8 ff. und S. 32 ff. und den dort erwähnten Aufsatz von Bamberger.)

Jahre 1871 stärker anwuchsen als ihr Notenumlauf. Während sich der Notenumlauf um 221,8 Millionen Mk. vermehrte, stiegen die Metallvorräte um 251,66 Millionen Mk., so dass also der ungedeckte Notenumlauf um rund 30 Millionen abnahm (von rund 450 auf rund 420 Millionen Mk. zurückging).[1]

Bald aber hörte der Geldüberfluss auf. Die Riesentransaktion der Milliardenzahlung führte in Verbindung mit der aufsteigenden Konjunktur zuerst in England (schon 1871), später aber auch in Deutschland zu einer wenigstens zeitweisen Geldknappheit. Der Londoner Geldmarkt wurde in weitgehendem Masse zur Vermittlung der Kontributionszahlungen und weiterhin auch durch die deutschen Goldankäufe in Anspruch genommen. Bereits die ersten Ratenzahlungen bewirkten eine solche Anspannung, dass die Bank von England sich genötigt sah, im September und Oktober 1871 innerhalb nicht ganz 3 Wochen ihren Diskontsatz sukzessive von 2 auf 5 % zu erhöhen[2] (14. Juli—21. Sept. 2%; vom 22. Sept. 3%, vom 30. Sept. 4%, am 9. Okt. 5%). Dieses Mal ging die Geldknappheit freilich noch ziemlich rasch vorüber; am 15. November konnte die Bankrate auf 4 % und einen Monat später auf 3 % (am 2. Dez. bereits auf 3½ %) ermässigt werden.

Die Inanspruchnahme Londons wiederholte sich aber im folgenden Jahre, und zu gleicher Zeit wurden auch von Amerika aus grosse Ansprüche an den englischen Geldmarkt gestellt. Bereits im Mai einmal stieg der Diskont der Bank von England auf 5 %[3], ging dann freilich nochmals auf 3 % zurück, erreichte jedoch am 3. Oktober wieder die Höhe von 5 %, wurde am 11. Oktober auf 6 und am 11. November sogar auf 7 % erhöht.[4] Jetzt wurden auch die deutschen Börsen in Mitleidenschaft gezogen. Der Vorgang dabei war etwa folgender: Deutschland hatte sich lebhaft an der Zeich-

---

[1] Vgl. Helfferich: „Die Reform des deutschen Geldwesens", 2. Band S. 116.

[2] Vgl. Helfferich a. a. O. S. 256 ff. und den Jahresbericht der Handelskammer zu Frankfurt a. M. über die Bewegung der Diskontsätze der grossen europäischen Notenbanken.

[3] Helfferich a. a. O. S. 260.

[4] Vgl. Frankfurter Handelskammerbericht 1872.

nung der französischen 5 %igen Rente im Betrag von 3 Milliarden Fr beteiligt (Juli 1872). Die so entstehenden Forderungen Frankreichs wurden grossenteils zur Zahlung der Kriegsentschädigung an die deutsche Regierung verwandt. Ausserdem hatte es Frankreich verstanden, vor Fälligwerden der im Herbst 1872 zu zahlenden Rate Geld an den deutschen Börsen auszuleihen,[1] um dadurch den Wechselkurs günstig beeinflussen zu können. Auch diese Forderungen wurden der deutschen Regierung an Zahlungsstatt überwiesen. Um Bargeld zu erhalten, musste die Reichsregierung diese Forderungen realisieren, und so wurden bedeutende Geldmengen den deutschen Börsen entzogen. Das wäre nun nicht so schlimm gewesen, wenn das in die Reichskasse fliessende Geld alsbald wieder in Verkehr gebracht worden wäre; das geschah aber nur in sehr beschränktem Masse: das Geld sammelte sich in den Staatskassen, um erst allmählich bei der Tilgung von Staatsanleihen und bei Staatsausgaben wieder in Umlauf zu kommen.[2] Die natürliche Folge waren Stockungen und Mangel an Zahlungsmitteln, der durch die Notenvermehrung nur zum Teil ausgeglichen wurde (der ungedeckte Notenumlauf der deutschen Notenbanken[3] stieg von Ende 1871 bis Ende März 1873 von 420 auf etwa 650 Millionen Mk.). Dazu kam, dass ein Teil der eingehenden Gelder nicht nur augenblicklich, sondern für längere Zeit dem Verkehr entzogen wurde, da sich Regierung und Banken für den bevorstehenden Übergang zur Goldwährung eine möglichst starke Position schaffen wollten. Trotz dieser gespannten Verhältnisse auf dem internationalen Geldmarkte, trotz der Mahnungen, wie sie seit Mitte 1872 durch den englischen "Economist" und auch durch deutsche Blätter[4]

[1] Vgl. Handelsblatt der Frankfurter Ztg. vom 22. Sept. 1872.

[2] Vgl. Helfferich a. a. O. S. 263 ff.

[3] „ „ „ „ „ S. 405.

[4] Vgl. den Artikel: „Die Wirkungen der französischen Kriegskontributionen auf dem Geldmarkt" im Handelsblatt der Frkf. Ztg. vom 4. IX. 1872, in dem ein gleichnamiger Artikel des englischen Economist zustimmend besprochen wird; ferner die Übersichten über die Börsenwoche im Handelsblatt der Frkf. Ztg. in den letzten Monaten des Jahres 1872.

ständig wiederholt wurden, wurde aber lustig weiter gegründet, immer neue Anforderungen an den Geldmarkt gestellt; die Spekulationswut nahm andauernd noch zu. Bezeichnend ist eine Zeitungsnotiz aus dieser Zeit, die davon spricht, dass der Grössenwahnsinn geradezu grassiere.[1] Freilich war die damalige Taktik der Preussischen Bank (in den letzten Monaten 1872) sehr wenig geeignet, der Spekulation Schranken zu setzen. Statt nämlich den Diskontsatz entsprechend der Inanspruchnahme des Geldmarktes stark zu erhöhen und dadurch auf die drohenden Gefahren auch ihrerseits aufmerksam zu machen, zog sie es vor, den Diskont nicht über 5 % zu erhöhen, statt dessen vielmehr ihre Kreditgewährung einzuschränken.[2]

So kam es, dass selbst im „glücklichen Land der Milliarden" schliesslich Geldknappheit eintrat. Sie ging freilich ziemlich rasch vorüber, nachdem in London wieder eine Erleichterung eingetreten war. In den ersten 4 Monaten 1873 war der Geldstand im Ganzen wieder flüssig.

2. Abschnitt: Die Krise und die darauffolgende Depression 1873—1879.

Auf dem Wertpapiermarkt war, wie wir gesehen haben, am Schluss der vorigen Periode ein Zinsfuss von etwa 4 1/2—4 1/4 % erreicht. Im Mai und Juni 1873 machte sich in den Wertpapierkursen ein kleines Steigen des Zinsfusses bemerkbar. Im zweiten Halbjahr 1873 aber begann der Zinsfuss stark herabzugehen und zwar ging die Realverzinsung der Staatspapiere bis auf etwa 4 % um die Mitte des Jahres 1874 zurück. Auch die Kurse der landschaftlichen Pfandbriefe nahmen einen bedeutenden Aufschwung; für sie kann die Realverzinsung um die Mitte 1874 mit etwa 4 1/8 % angegeben werden. Weit geringer waren die Kurssteigerungen der

[1] In ihrer Nummer vom 24. IX. 1872 berichtet die Frkf. Ztg. aus Berlin 22. IX.: „Der Grössenwahn, welcher namentlich in den Kreisen grassiert, die mit Gründungen sich befassen, fordert nach der Ger.-Ztg. fast beinahe in jeder Woche neue Opfer . . . ."

[2] Vgl. Berliner Börsenkurier, citiert im Handelsblatt der Frkf. Ztg. vom 2. X. 1872.

vom Spekulationsmarkt schon stärker beeinflussten Eisenbahnprioritäten; ihre Realverzinsung ging nur wenig unter 4 1/2 % zurück. Die Aufwärtsbewegung der Kurse der festverzinslichen Anlagepapiere kam seit Juli 1874 mehr und mehr zum Stillstand; teilweise begann schon jetzt wieder ein Weichen der Kurse, das dann besonders seit 1876 in stärkerem Masse stattfand. Die Bewegung war jedoch keine konstante und so betrug die Erhöhung des Wertpapierzinsfusses Ende 1878 gegenüber der Mitte des Jahres 1874 nur etwa 1/8 %. (Die Staatspapiere verzinsten sich etwa mit 4 1/4 %). Bei den Eisenbahnprioritäten, die ja auch den Kursaufschwung nicht mitgemacht hatten, trat überhaupt kein bemerkenswertes Fallen der Kurse ein. Das Jahr 1879 brachte ein neues starkes Steigen der Kurse, so dass Mitte 1879 die Verzinsung erstklassiger Anlagepapiere in Deutschland nur wenig über 4 % betrug.[1]

Der Diskont der Preussischen Bank stieg, wie bereits im vorigen Abschnitt erwähnt, am 2. Mai 1873 auf 6 %. Fast ein Vierteljahr lang blieb dieser Satz bestehen; erst am 28. Juli erfolgte eine Ermässigung auf 5, am 9. August eine solche auf 4 1/2 %. In den folgenden Jahren machte der Diskont viele und heftige Schwankungen durch; er stieg mehrmals für längere Zeit auf 6 % und sank dann wieder auf 4 % herab. Die im Jahre 1876 ins Leben tretende Reichsbank musste ebenfalls noch einmal den Satz von 6 % anwenden, vom 3.—18. Januar 1876; dann ging der Diskont bis auf 3 1/2 % am 18. Mai zurück. Von Anfang Juli 1876, wo der Diskont wieder auf 4 % erhöht wurde, bis Ende 1878 waren die Schwankungen geringer als in den Vorjahren; sie bewegten sich im grossen Ganzen zwischen 4 und 5 %. Im Jahre 1879 trat dann ein starkes Fallen des Diskonts ein; am 11. Januar wurde der Reichsbankdiskont von 4 1/2 auf 4 und am 21. März weiter auf 3 % herabgesetzt.[2]

Der Marktdiskont machte im Allgemeinen dieselben Schwankungen wie der Bankdiskont durch. Im Mai 1873 stieg er fast auf dieselbe Höhe wie der Bankdiskont, dann

[1] Vgl. 5. Tabelle.

[2] Vgl. 1. und 2. Tabelle.

vergrösserte sich der Zwischenraum zwischen beiden Diskontarten und in den folgenden Jahren stand der Marktdiskont meist um 1 % niedriger als die Bankrate. Im Jahre 1879 wurde mit 1 3/8 % der niedrigste Satz erreicht.[1]

Infolge der wilden Spekulation, die 1872 und Anfang 1873 stattfand, hatten sich die wirtschaftlichen Verhältnisse mehr und mehr zugespitzt; ein Krach war unvermeidlich geworden. Der Anstoss ging von Wien aus. In Wien, wo die Spekulation fast noch grössere Dimensionen angenommen hatte als in Deutschland — sie hatte bereits Ende der 60er Jahre eingesetzt und war durch den 70er Krieg nur für kurze Zeit unterbrochen worden —, hatte schon lange das Hereinbrechen einer Krisis gedroht; aber mit den grössten Anstrengungen hatte man versucht, das Verderben wenigstens bis über die Tage der Weltausstellung hinaus aufzuhalten. Es glückte nicht! Am 7. Mai 1873 begann die Börsenkrisis und am 9. Mai, dem Eröffnungstag der Weltausstellung, kam es zur völligen Deroute; die Kursverluste, die damals erlitten wurden, sollen die Summe von 600 Millionen Fl. überschritten haben.[2]

Die Wirkungen der Wiener Krisis machten sich alsbald auch in Deutschland bemerkbar; das grenzenlose Vertrauen wich; die tolle Spekulation kam zum Stillstand. Noch aber wurden den ganzen Sommer hindurch die Kurse der Spekulationspapiere möglichst zu halten gesucht. Ja selbst die Gründungen dauerten noch an „wie der Lauf eines einmal in Gang gebrachten Schiffes, obgleich die bewegende Kraft aufgehört hat“ (Max Wirth: Geschichte der Handelskrisen. 4. Auflage S. 471). Erst als dann im Herbst in Amerika die Eisenbahn- und Industriekrisis ausbrach, kam es Ende September auch in Deutschland zum Krach. In den folgenden Monaten stürzte das künstliche Gebäude zusammen, das in den Vorjahren aufgerichtet worden war.

Den ganzen Sommer hindurch, also in der Zeit vor Ausbruch der eigentlichen Krisis, betrug der Diskontsatz der

[1] Vgl. 2. Tabelle, sowie Helfferich a. a. O. S. 293 und „Die Reichsbank“, Tabelle 68.

[2] M. Wirth: Geschichte der Handelskrisen (4. Auflage) S. 539.

Preussischen Bank 6 % und der Marktdiskontsatz nicht viel weniger. Hierin kam die herrschende Spannung zum Ausdruck; doch müssen die deutschen Diskontsätze noch als verhältnismässig niedrige bezeichnet werden, wenn man bedenkt, dass die Rate der Bank von England in dieser Zeit bis auf 7 % stieg. Der Zusammenbruch selbst führte dann in Deutschland nicht zu einer Steigerung der Zinssätze, vielmehr zu einer starken Einschränkung der Kreditgewährung. Infolgedessen ging der Bankdiskont in Berlin auf 5 und später auf 4 1/2 % zurück, trotzdem in London unter Einwirkung der amerikanischen Krisis und der Goldbezüge Amerikas die Bankrate bis auf 9 % stieg.

Auf dem Wertpapiermarkte vollzog sich während des Jahres 1873 und in der ersten Hälfte 1874 die für Krisenjahre typische Entwicklung, eine Entwicklung, wie sie im Lauf der Darstellung noch mehrmals zu verzeichnen sein wird. Je mehr sich die Krisis ausdehnte, je grösser die Verluste an Industrie- und sonstigen Spekulationspapieren wurden, desto mehr wandten sich die Kapitalisten, soweit es ihnen gelang, ihre Kapitalien oder wenigstens einen Teil derselben zu retten, den festverzinslichen Wertpapieren zu. Dabei sahen sie nicht so sehr auf die in Aussicht stehende Verzinsung, als auf die Solidität des Papieres, die Sicherheit der Anlage. Die Folge war eine dauernde Kurssteigerung dieser Papiere, besonders der Staatsanleihen, zur selben Zeit, zu der die bisher bevorzugten Industrie- und Spekulationspapiere anhaltend Kurseinbussen erlitten.

Diese gegensätzliche Bewegung dauerte bis in den Hochsommer. Von da an ging der Zusammenbruch mit der Zeit in einen völligen Depressionszustand über. Auch auf dem Markt der festverzinslichen Wertpapiere trat jetzt Geschäftsstille ein, nachdem die geretteten Kapitalien Anlage gefunden hatten. So blieb es auch in den folgenden Jahren. Völlige Apathie und Mutlosigkeit auf allen Gebieten des Wirtschaftslebens kennzeichnen diesen Zeitabschnitt.[1] Neues Kapital strömte nur noch in geringem Umfange dem Wert-

[1] Vgl. die Jahresberichte des Berliner Ältestenkollegiums.

papiermarkte zu. Die durch die fortschreitende Kündigung der amerikanischen 6%igen Bonds frei werdenden Kapitalien suchten neue Anlage fast ausschliesslich wieder in ausländischen, besonders russischen Papieren, da ihren Besitzern, die an hohen Zinsengenuss gewöhnt waren, die deutschen Papiere keine genügende Verzinsung boten. Was sonst an Kapital neu auf den Markt kam, wurde leicht von den ebenfalls nicht sehr bedeutenden Neuemissionen aufgesogen. Zu einem weiteren Steigen der Kurse fehlte somit jeder Anlass. Dagegen war andererseits auch kein Grund zu einer Baisse vorhanden. Die Besitzer der festverzinslichen Wertpapiere waren froh, angesichts der immer noch andauernden Entwertung der Industriepapiere ihre Kapitalien sicher angelegt zu wissen, und zeigten daher keine Lust, sich ihres Besitzes zu entäussern.

Was die Zustände in diesen Jahren besonders trostlos machte, war, dass die Krisis sich nicht auf wenige Länder beschränkte, sondern dass gleichzeitig fast in allen Ländern, mit denen Deutschland in Handelsbeziehungen stand (England, Nordamerika, Österreich, teilweise Russland und Frankreich), der wirtschaftliche Rückgang eintrat.[1] Die Ursachen waren in den einzelnen Ländern verschiedene. Neben der Überspekulation sind besonders hervorzuheben: die Silberentwertung, die nordamerikanische Papiergeldmisswirtschaft, der teilweise Staatsbankrott in der Türkei und in südamerikanischen Staaten. Ein neues treibendes Moment brachte erst das Jahr 1876; freilich war auch dieses in der Hauptsache ungünstiger Natur und gab nur in wenigen Industrien Anlass zu gesteigerter Tätigkeit. Bevor aber hierauf eingegangen werden kann, muss erst noch die Entwicklung des Geldmarktes bis zum Jahre 1876 besprochen werden.

Der Geldmarkt zeigte in der Zeit von Ende 1873 bis 1876 ein ganz anderes Bild, als man es nach der allgemeinen Wirtschaftslage hätte erwarten sollen. Die grossen Schwankungen, die der Wechselzinsfuss in diesen Jahren durchmachte, hatten ihre Ursache nicht in der wirtschaftlichen und politischen

[1] Vgl. Max Wirth: Geschichte der Handelskrisen.

Lage Deutschlands. Die wirtschaftliche Lage, die herrschende Geschäftsstille und Geschäftsunlust hätten einen dauernd niedrigen Diskont gerechtfertigt, und auch politische Ereignisse traten bis 1876 nicht ein, die einem Sinken des Diskonts entgegengewirkt hätten. Die trotzdem häufig so hohen Sätze, wie auch die starken Schwankungen des Diskonts erklären sich aus den grossen Reformen, die das Reich in diesen Jahren auf wirtschaftlichem Gebiet durchführte.[1] Bereits im Jahre 1873 hatte das Reich mit der Währungs- und Münzreform begonnen. Um den Übergang zur Goldwährung erfolgreich durchführen zu können, galt es vor allem die Goldeinfuhr zu erleichtern, jeden Goldabfluss dagegen zu verhindern. Das beste Mittel aber, um die ausländischen Wechselkurse und damit die Edelmetallbewegung zu beeinflussen, ist die Diskontpolitik. Steht der inländische Diskont beträchtlich höher als der ausländische, so bewirkt das ein Einströmen ausländischer Kapitalien, die von den hohen Zinssätzen Vorteil ziehen wollen. Infolgedessen nimmt der Bedarf an Wechseln auf das Ausland ab, und das Angebot solcher Wechsel drückt auf den Wechselkurs; die ausländischen Wechselkurse beginnen also sich in der Richtung auf den Goldpunkt zu Gunsten des Inlands zu bewegen. Auf diese Weise kann durch Diskonterhöhung die Gefahr des Goldexports abgewendet, unter Umständen sogar ein Goldimport herbeigeführt werden. Dass von dem Mittel der Diskontpolitik in den Jahren der Währungsreform soviel wie möglich Gebrauch gemacht wurde, ist selbstverständlich. Einem dauernden Hochhalten des Diskonts stand freilich die schlechte Wirtschaftslage und die infolgedessen geringe Inanspruchnahme des Geldmarktes durch die Industrie entgegen. Zeitweise liess sich aber doch ein Diskont von 6 % aufrecht erhalten, besonders da nicht nur die Währungs- und Münzreform selbst zu zeitweiligen Anspannungen auf dem Geldmarkt führte, sondern auch die gleichzeitig in Angriff genommene Bankreform, die grosse Umwälzungen im Bank- und Kreditwesen mit sich brachte.[2]

[1] Vgl. zum folgenden: Helfferich: Die Reform des deutschen Geldwesens; insbesondere Band 2, S. 269 ff.

[2] Vgl. auch „Die Reichsbank", S. 127 ff.

Wenn so Währungs-, Münz- und Bankreform während ihrer Durchführung unzweifelhaft den Zinsfuss auf dem Geldmarkt beeinflussten, so ist weiter zu fragen, ob sich darin ihre Wirkungen auf die Zinsfussgestaltung erschöpften oder ob nicht die veränderten Verhältnisse, zu denen die Reformen führten, auch auf die spätere Zinsfussentwicklung von Einfluss waren.

Durch die Schaffung einer einheitlichen Zentralbank, der Reichsbank, die ihr Filialennetz über das ganze Reich ausdehnte und neben der die übrigen Notenbanken sehr zurücktraten, wurde ein gleicher Bankdiskontsatz für das ganze Gebiet des Reichs ermöglicht und damit auch den abseits gelegenen Plätzen ein billiger Wechselkredit erschlossen. Ferner konnte die Reichsbank als Zentralinstitut die Zahlungsvermittlung in grossem Umfang in die Hand nehmen, wodurch der Bedarf an baren Zahlungsmitteln verringert und die Gefahr einer empfindlichen Geldknappheit vermindert wurde. Was die Währungs- und Münzreform anlangt, so ist ein Einfluss derselben auf die spätere Zinsfussgestaltung zahlenmässig nicht nachweisbar. Trotzdem lässt sich das Vorhandensein eines solchen Einflusses mit Sicherheit behaupten und zwar in zweierlei Richtung, einmal als Folge der Münzreform und andererseits als Folge der Währungsreform. Die Münzreform beseitigte die verschiedenen Münzsysteme in den einzelnen Teilen Deutschlands und ersetzte sie durch die für das ganze Reich gültige Markvaluta. Dadurch erleichterte sie ein Ab- und Zuströmen des Geldes zwischen den einzelnen Landesteilen, und damit war einer Ausgleichung der Zinshöhe über das ganze Reich hin die Wege geebnet. Auch ohne die gleichzeitige Vornahme der Bankreform wäre daher eine gewisse Nivellierung der Zinsfusshöhe eingetreten.

Die Währungsreform ihrerseits machte Deutschland von der Gestaltung des Silberpreises unabhängig. Wäre Deutschland nicht zur Goldwährung übergegangen, so hätte das rapide Fallen des Silberpreises und die in Silberwährungsländern damit Hand in Hand gehende Preissteigerung in den folgenden Jahren wohl zu einer Zinsfusssteigerung in Deutschland geführt. (Dass das Fallen des Silberpreises

auch ohne den Übergang Deutschlands zur Goldwährung eingetreten wäre, braucht heute wohl nicht mehr besonders nachgewiesen werden[1]). Der Übergang zur Goldwährung verhinderte ein solches Steigen des Zinsfusses und begünstigte andererseits ein weiteres Fallen desselben, indem er eine engere Verkettung des deutschen Geldmarktes mit dem englischen, auf dem durchschnittlich ein niedrigerer Zinsfuss herrschte, bewirkte.

Nachdem Bank-, Münz- und Währungsreform in der Hauptsache durchgeführt waren, begann der Diskont im Jahre 1876 entsprechend der dauernd schlechten allgemeinen Wirtschaftslage zu sinken.

Indessen bewirkte der Ausbruch der Unruhen auf dem Balkan, die dann im folgenden Jahre zum russisch-türkischen Krieg führten, ein neues Steigen der Diskontsätze. Auch auf dem Kapitalmarkte machten sich die Orientwirren und und die infolgedessen eintretende starke Inanspruchnahme des Marktes durch Staatsanleihen[2] bemerkbar. Die Kurse der österreichischen und russischen Papiere kamen ins Weichen und auch die deutschen Wertpapiere wurden in Mitleidenschaft gezogen. Die meisten deutschen Staaten nahmen in diesem und den folgenden Jahren neue, meist 4% ige Anleihen auf; der Emissionskurs betrug in der Regel zwischen 94 und 95% (es entspricht dies einer $4^1/_4$%igen Realverzinsung). Sachsen versuchte die Aufnahme eines 3% igen Anlehens, das bei einem Emissionskurs von 71% leicht untergebracht wurde. Auch das Reich nahm jetzt Kredit in Anspruch; am 26. Juni 1877 erfolgte die Emission der ersten (4% igen) deutschen Reichsanleihe im Betrag von 43 Millionen Mk. zu einem Kurs von $94^3/_5$. —

Auch das Jahr 1878 brachte noch keine Besserung der Wirtschaftslage; die Vorgänge auf der Balkanhalbinsel führten zu immer neuen Verwicklungen; eine Zeitlang schien es sogar, dass es zum Kriege zwischen England und Russland kommen würde; erst der Berliner Vertrag beseitigte diese Gefahr. Andere Besorgnisse kamen hinzu, um einen Wirtschaftsauf-

[1] Vgl. Helfferich: „Das Geld", S. 192 ff.

[2] Vgl. Jahresbericht der Berliner Ältesten 1876, S. 67.

schwung unmöglich zu machen: die Ungewissheit über die handelspolitische Zukunft. So ist es nicht verwunderlich, dass das Jahr 1878 sich in wirtschaftlicher Beziehung fast gar nicht von seinen Vorgängern unterschied. In der Wertpapierverzinsung traten nur unbedeutende Änderungen ein; die Kurse der Anlagepapiere stiegen zwar im allgemeinen ein wenig, eine nachhaltige Hausse aber wurde durch die politischen Verhältnisse unmöglich gemacht; und die gleiche Ursache verhinderte auch ein Sinken des Diskonts.

Die Änderung in der politischen Konstellation, die das Jahr 1879 brachte, schuf eine neue Basis für die Zinsfussbewegung; die politische wie die wirtschaftliche Lage begünstigten jetzt in gleicher Weise ein Herabgehen der Zinssätze. Der russisch-türkische Krieg war beendet; im Berliner Vertrag war es zu einer Einigung der Grossmächte über die Orientfrage gekommen, und damit war die Gefahr eines allgemeinen europäischen Krieges beseitigt. Dagegen machte sich auf wirtschaftlichem Gebiet noch nirgends eine Besserung geltend; der Unternehmungsgeist war völlig gelähmt. An einen Aufschwung der Ausfuhr war nicht zu denken, solange nicht die Zolltarifverhandlungen abgeschlossen waren und keine Sicherheit geschaffen war für die künftigen handelspolitischen Beziehungen Deutschlands zu seinen Nachbarstaaten. Die schlechten wirtschaftlichen Verhältnisse einerseits und die günstige politische Lage andererseits bewirkten eine ganz abnorme Geldflüssigkeit, die in dem Herabgehen der Diskontsätze zum Ausdruck kam. Ein noch flüssigerer Geldstand als in Deutschland herrschte in London, wo der Bankdiskont von 5 bis auf 2% herabging[1] und im Jahresdurchschnitt nur 2,37 gegen 3,75% im Vorjahre betrug. Geringer war der Rückgang in Brüssel, Amsterdam und Wien, doch war auch hier Geld im Überfluss vorhanden. Nur die Bank von Frankreich zeigte eine kleine Steigerung der Durchschnittsdiskontrate auf 2,58 gegenüber 2,18% im Jahre 1878. — Auf dem Wertpapiermarkt machte sich die Menge der brach liegenden Kapitalien ebenfalls bald fühlbar; der gesteigerten Nachfrage

[1] Vgl. Börsenkalender der Frkfter. Ztg. 1880.

stand kein entsprechendes Angebot gegenüber, vor allem, da es an neuen Emissionen fehlte, um das der Börse neu zufliessende Kapital zu absorbieren. So setzte auf dem gesamten Markte der festverzinslichen Anlagewerte eine kräftige Hausse ein, die noch verstärkt wurde durch den Abfluss preussischer 4% iger Anleihe nach London.[1] Die Kurssteigerungen führten zu zahlreichen Konversionen 5% iger Papiere in $4^1/_2$ und 4, ausnahmsweise sogar in $3^1/_2$% ige Werte.

3. Abschnitt: Die Besserung der wirtschaftlichen Lage 1879—1883.

Gegen Ende 1879 begann ein Anschwellen der Diskontsätze, das bis um die Wende 1881 82 anhielt. Der Reichsbankdiskont wurde am 13. August 1879 von 3 auf 4% erhöht[2], und in den folgenden Jahren sank er nicht wieder unter 4%, erreichte dagegen mehrfach die Höhe von 5 und $5^1/_2$% und im Februar 1882 sogar 6%. Dann trat ein Rückgang auf 4% ein. Nachdem im September 1882 der Diskont nochmals auf 5% gestiegen war, wurde er am 8. Januar 1883 wieder auf 4% festgesetzt und dieser Satz blieb bis 10. März 1885 unverändert bestehen. Bei den hohen Diskontraten zu Beginn der 80er Jahre ist zu berücksichtigen, dass die Reichsbank seit 1880 vielfach unter ihrem offiziellen Satz diskontierte, zum sog. Privatdiskont Wechsel ankaufte. In welchem Masse vom Privatdiskont Gebrauch gemacht wurde, ergiebt sich daraus, dass von der durchschnittlichen Wechselanlage der Reichsbank durchschnittlich unter Bankdiskont angelegt waren: 1880 : 18,02%, 1881 : 17,04%, 1882 : 14,90%, 1883 : 34,46%.[3]

Im Durchschnitt[4] der einzelnen Jahre betrug der Reichsbankdiskont:

1879	1880	1881	1882	1883
3,699	4,240	4,422	4,538	4,047

[1] Vgl. Jahresbericht des Berliner Ältestenkollegiums 1879, S. 123.
[2] Vgl. 1. Tabelle.
[3] Vgl. „Die Reichsbank", Tabelle 48, Spalte 4.
[4] Vgl. 2. Tabelle.

Ganz parallel den Schwankungen des Reichsbankdiskonts verliefen die Bewegungen des Berliner Marktdiskonts, der im Allgemeinen um etwa 1 % hinter dem Banksatz zurückblieb.[1]

Während so der Diskont grössere Schwankungen durchmachte, traten in der Verzinsung der erstklassigen Zinspapiere keine sehr nennenswerten Änderungen ein. In der zweiten Hälfte des Jahres 1879 gingen die Kurse der Rentepapiere allgemein etwas zurück, das Jahr schloss aber immer noch mit Kursen, die bedeutend über den Endkursen des Vorjahres standen. So war die deutsche Reichsanleihe Ende 1879 mit 97,80 gegen 95 am Ende des Vorjahres notiert.[2] Im Jahre 1880 erreichte dann die Reichsanleihe und ebenso die preussischen Konsols pari, und sie hielten sich von da an mit kleinen Schwankungen auf dieser Höhe. Im weiteren Verlauf des Jahres folgten die übrigen 4 %igen Staatspapiere und die meisten Pfand- und Rentenbriefe nach. Im Juli ist allgemein für feste Anlagewerte ein Zinsfuss von 4 % erreicht; von jetzt an verlangsamte sich die Bewegung wesentlich; die 4 %igen Papiere blieben bis zum Schlusse der hier zu behandelnden Periode über pari und erreichten meist den Kurs von 101—102. In gleicher Weise hob sich der Kurs der 3½ %igen Papiere meist noch um 1—2, teilweise sogar um 3—4 %. Die höher als mit 4 % verzinslichen Werte wurden mehr und mehr gekündigt, und der Zwischenraum zwischen den Kursen der 4 %igen und denen der höher verzinslichen Werte verkleinerte sich infolge der Konversionsgefahr auf ein Minimum. Bis Ende 1883 war der Realzinsfuss der erstklassigen Anlagewerte nur wenig unter 4 % gesunken, ungefähr auf 3,9—3,8 %.[3]

Das in diesem und dem folgenden Abschnitt zu besprechende Jahrzehnt war weniger reich an aussergewöhnlichen Ereignissen wie die 70er Jahre. Die wirtschaftliche Entwicklung war eine ruhige, und wenn es auch an Kriegsbefürchtungen nicht fehlte, so wurde ein grosser Krieg doch

[1] Vgl. „Die Reichsbank", Tabelle 68.
[2] Vgl. 6. Tabelle.
[3] Vgl. 6. Tabelle.

glücklich vermieden. Unter diesen Umständen traten die einzelnen den Zinsfuss beeinflussenden Momente klarer hervor.

Bereits gegen Ende des ersten Halbjahrs 1879 hatte die gesteigerte Börsentätigkeit, die sich im Anschluss an die grossen Konversionsoperationen und an die Verstaatlichungspläne der preussischen Eisenbahnen entwickelte, das Wiedererwachen der Unternehmungslust zu erkennen gegeben. In der zweiten Hälfte des Jahres machten sich jetzt Anzeichen einer allgemeinen wirtschaftlichen Besserung bemerkbar. Der Anstoss hierzu ging von Amerika aus, dessen Eisenbahnbau solchen Umfang angenommen hatte, dass es grössere Mengen Eisen aus England und Deutschland importieren musste. Die infolgedessen beginnende Besserung der Wirtschaftslage setzte sich in den folgenden Jahren, wenn auch langsam und von Rückschlägen unterbrochen, fort. Fast alle Staaten Europas nahmen einen Anlauf zu neuer wirtschaftlicher Tätigkeit.[1]

Der Aufschwung von Industrie und Handel führte aber im Wesentlichen nur wieder zu normalen Verhältnissen gegenüber der Depression der Vorjahre, eine wirkliche Hochkonjunktur trat nicht ein. (Der Betrag der in Deutschland in Umlauf gesetzten Wechsel[2] stieg nur von 11,3 Milliarden Mk. im Jahre 1879 auf 12,3 Milliarden im Jahre 1883).

Diese Tatsache spiegelt sich in der Zinsfussbewegung deutlich wieder. Die regelmässige und natürliche Folge einer grossen Aufschwungsperiode ist eine steigende Zinsfussbewegung. In Zeiten einer Hochkonjunktur steigen nämlich die Preise und Umsätze so sehr, dass sich Geldknappheit einstellt und der Diskont stark in die Höhe geht. Andererseits verursachen in grossen Aufschwungsperioden die steigenden Kapitalinvestionen zu industriellen Zwecken, das rasch wachsende Interesse des Publikums für industrielle Werte,

---

[1] Vgl. „Die Reichsbank“ S. 143 ff. und die Jahresberichte des Berliner Ältestenkollegiums.

[2] Vgl. „Die Reichsbank“, Tabelle 55, Spalte 4. Berechnet auf Grund des Ertrags der Wechselstempelsteuer, indem der Stempelbetrag mit $^1/_2$ ‰ (Mindestbetrag der Steuer) kapitalisiert und sodann 10 % (auf Grund besonders vorgenommener Erhebungen wurde dieser %satz angenommen) in Abzug gebracht wurden.

die Hausse in diesen Werten und das Auftauchen vieler neuer Papiere ein Abströmen von Kapital aus dem Markt der festverzinslichen Werte. Die Fondskurse sinken (sofern nicht aussergewöhnliche Verhältnisse entgegenwirken, wie zu Beginn der 70er Jahre die Verringerung des Materials und der Glaube an die Unerschöpflichkeit der Milliarden, s. oben S. 12); d. h. mit anderen Worten die Realverzinsung steigt. Diese Bewegung wird dann gewöhnlich noch beschleunigt durch die Diskontverteuerung, da jetzt alle vorübergehend flüssigen Gelder im Diskontmarkt Anlage suchen und finden, während in normalen Zeiten ein nicht unbeträchtlicher Teil dieser Gelder in Wertpapieren angelegt wird. In den Jahren 1879 ff. dagegen führte der Aufschwung weder zu einer starken Diskontverteuerung, noch zu einem Steigen der Realverzinsung der Wertpapiere. Die Wirkung der wirtschaftlichen Bewegung beschränkte sich vielmehr darauf, ein leichtes Anziehen der Diskontsätze herbeizuführen und der sinkenden Tendenz des Wertpapierzinsfusses entgegenzuwirken, die Kurssteigerungen zu verlangsamen.

Bis weit in das Jahr 1881 hinein blieb Geldflüssigkeit vorherrschend. Nur vorübergehend als die Goldausfuhr Europas nach Amerika bedeutende Dimensionen annahm, stieg im Herbst 1880 der Diskontsatz der Reichsbank bis auf 5 1/2 % und die Diskontsätze der Berliner Börse bis auf 5 %. Dass diese Goldausfuhr den deutschen Diskontsatz beeinträchtigte,[1] während in England und Frankreich der Bankdiskont auf 2 1/2 % stehen blieb, erklärt sich daraus, dass Deutschland mit seiner jungen Goldwährung viel empfindlicher gegen Goldentziehungen war, als jene goldgesättigten Länder. Speziell für Frankreich muss berücksichtigt werden, dass dieses nicht die Diskontpolitik, sondern die Goldprämienpolitik zum Schutze seines Goldumlaufs anwendet. Wie im Herbst 1880, so war es auch im Herbst 1881 nicht die wirtschaftliche Lage, sondern die Goldbewegung, die Sorge um die Erhaltung der Goldwährung, resp. des Goldumlaufs die ein starkes Anschwellen der Diskontsätze, und zwar diesmal

[1] Vgl. „Die Reichsbank" S. 149. f.

nicht nur in Deutschland, hervorrief. Während nämlich die Goldproduktion der Erde in den letzten Jahren weniger ergiebig gewesen war, als früher (in der Periode 1851—1870 hatte sie im Jahresdurchschnitt 200 000 kg betragen, 1871—1880 wenigstens noch 173 000 kg., sank dann aber bis 1883 auf etwa 148 600 kg[1]), war andererseits der Goldbedarf bedeutend gestiegen; 1879 hatten die vereinigten Staaten die Barzahlungen wieder aufgenommen, und seitdem hatten sie nicht nur ihre ganze Goldproduktion für sich behalten, sondern auch noch Gold aus Europa an sich gezogen. Dann nahm 1881 Italien die Umwandlung seiner Papierwährung in eine metallische Währung in Angriff; die italienische Regierung nahm eine grosse Anleihe von 644 Millionen Lire auf, von denen mehr als 400 Millionen in Gold einbezahlt wurden.[2] All dies verursachte einen Goldabfluss aus den westeuropäischen Staaten in der zweiten Hälfte des Jahres 1881. Um dem entgegen zu wirken wurde der Diskont der Bank von England von 2 1/2 auf 4, dann auf 5 % erhöht. In Holland stieg der Diskont auf 4 1/2 %; in Belgien erreichte er, wie in Deutschland, die Höhe von 5 1/2 %. Dagegen blieb in Wien, wo keine Metallbestände zu schützen waren, die Bankrate das ganze Jahr hindurch 4 %. Die Erhöhung des Pariser Diskonts auf 5 % hatte ihren Grund nicht so sehr in der Goldbewegung als in der Überspannung der Spekulation an der Pariser Börse. Trotz der bedeutenden Diskontsteigerungen hörte der Goldabfluss noch nicht auf. Im Jahre 1882 mussten neue Bankdiskonterhöhungen folgen, in England wie in Deutschland auf 6 %, in Holland auf 5 % und in Belgien sogar auf 9 %. Die Bank von Frankreich behielt mit Hilfe ihrer Goldprämienpolitik trotz des an der Pariser Börse infolge der Überspekulation ausgebrochenen Bontoux-Krachs[3] den Satz von 5 % auch weiterhin bei. Wien hatte auch in dieser Zeit durchweg den Satz von 4 %. Ende Februar 1882 war die schlimmste Zeit der Krisis auf dem Geldmarkte überwunden; es folgte ein allmähliches Sinken

[1] Vgl. „Die Reichsbank“ S. 145.
[2] „ „ „ S. 146.
[3] Über diesen Krach s. Max Wirth: Geschichte der Handelskrisen.

der Diskontsätze, verlangsamt durch das Streben der Banken, das verlorene Gold wieder zu ersetzen. Die Besserung der Goldbilanz der europäischen Staaten hielt im folgenden Jahre an und so konnten der Londoner (und Pariser) Bankdiskont wieder auf 3 %, der belgische und holländische auf 3 1/2 % sinken. Der Diskont der deutschen Reichsbank wurde nur auf 4 % herabgesetzt. Zwar wäre eine weitere Ermässigung nach der Lage des Geldmarkts möglich gewesen — der Berliner Marktdiskont ging zeitweise bis auf 2 1/2 % herab — aber die Reichsbank war fortgesetzt bestrebt, noch mehr Gold an sich zu ziehen.

All diese Vorgänge auf dem Geldmarkt, hatten den Effektenmarkt ziemlich unberührt gelassen. Da die Diskonterhöhungen nicht die Folge eines gesteigerten inländischen Bedarfs waren, so konnte nicht alles vorübergehend flüssige Geld im Diskontmarkt Anlage finden; ein bedeutendes Abströmen von Geld aus dem Effekten- in den Diskontenmarkt fand daher nicht statt.

Der gegen Ende 1879 zunächst eingetretene Kursrückgang ist grossenteils auf Rechnung der ganz regelmässigen Erscheinung zu setzen, dass der Geld- und Kapitalbedarf der Volkswirtschaft im zweiten Halbjahr ein stärkerer ist als im ersten. Aus diesem Grund erreicht eine Hausse in Anlagepapieren gewöhnlich im Juli oder August ihren Höhepunkt; sodann erfolgt ein Rückschlag und frühestens mit Beginn des neuen Jahres tritt wieder ein Steigen der Kurse ein. Dieser natürliche Rückschlag wurde nun im Jahre 1879 verstärkt durch den Beginn des industriellen Aufschwungs und das infolgedessen wachsende Interesse für Industrie-, insbesondere Montanpapiere. Auch die sich widersprechenden Gerüchte über eine bevorstehende grosse Emission preussischer Konsols trugen dazu bei, die Kurse zu drücken.[1] Der industrielle Aufschwung vollzog sich aber doch nicht so rasch und nahm lange nicht so grosse Dimensionen an, wie man gehofft hatte. Die neuen preussischen Konsols ersetzten, als sie im Jahre 1880 zur Ausgabe gelangten, in der Haupt-

[1] Jahresbericht des Berliner Ältestenkollegiums 1879, S. 122.

sache nur die dem Markt entzogenen Eisenbahnpapiere und bedeuteten daher keine Neubelastung des Marktes. Andere Neuemissionen fanden 1880 nur in geringer Anzahl statt. So sehen wir denn die Fondskurse gleich zu Beginn des Jahres 1880 wieder eine steigende Richtung einschlagen, angeregt vor allem wieder durch die von England ausgehende Nachfrage nach preussischen Konsols. Bald waren die Höchstkurse des Vorjahres überschritten. Wiederum kam die Bewegung im Hochsommer zum Stillstand; die Realverzinsung der Staatspapiere war jetzt auf 4% gesunken. In den folgenden Jahren hielten sich die Kurse ziemlich stabil, der Zinsfuss ging nur noch ein wenig zurück. Die Pariser Börsenkrise beeinflusste den deutschen Effektenmarkt nur momentan und übte insbesondere auf die Fondskurse nur einen ganz unbedeutenden Druck aus. Der erwähnte Stillstand in der Kursentwicklung hatte vielmehr seinen Grund einmal in der gesteigerten wirtschaftlichen Tätigkeit dieser Jahre; daneben machte sich geltend, dass das deutsche Publikum sich vielfach noch nicht mit nur 4% Zins begnügen wollte und es daher vorzog, in höher verzinslichen, wenn auch weniger sicheren ausländischen Werten Anlage zu suchen.[1] Bezeichnend ist in dieser Beziehung die Ausstellung österreichisch-ungarischer Eisenbahnprioritäten in deutscher Reichswährung. Später traten dann neben den ausländischen Papieren die Dividendepapiere wieder mehr in den Vordergrund, die in dieser Zeit (besonders 1882) eine gute Verzinsung versprachen. Schliesslich sind als ein der Kurssteigerung der Anlagepapiere entgegenwirkendes Moment noch die unsicheren politischen Verhältnisse, insbesondere die Spannung zwischen Deutschland und Russland, zu erwähnen. Wenn trotz alledem der Zinsfuss nicht nur nicht wieder stieg, sondern sogar noch weiter ein wenig zurückging, so genügt als Erklärung dafür die Tatsache allein nicht, dass das Angebot festverzinslicher Wertpapiere fortgesetzt ein beschränktes blieb, fast ebensoviel Anleihen und zwar höher verzinsliche amortisiert, als neue

[1] Wiederholt in den Jahresberichten des Berliner Ältestenkollegiums hervorgehoben.

aufgenommen wurden. Vielmehr ist diese Tendenz des Zinsfusses zu weiterer Ermässigung der beste Beweis dafür, dass der Zinsfussrückgang gegen Ende der 70er Jahre keine blos vorübergehende Folgeerscheinung der damaligen wirtschaftlichen Verhältnisse war, sondern vielmehr seinen tieferen Grund hatte in dem gestiegenen und weiter steigenden Kapitalreichtum Deutschlands, in der fortschreitenden Ausbildung der Kreditwirtschaft und in der damit in Zusammenhang stehenden Zusammenfassung und besseren Ausnützung der vorhandenen Kapitalkräfte. Dadurch war das Angebot an Kapitalien derart vermehrt worden, dass auch bei steigender Nachfrage ein weiteres Sinken des Zinsfusses Platz greifen konnte.

Entsprechend der geschilderten Entwicklung des Zinsfusses nahmen die Konversionen weiteren Fortgang; die mit mehr als 4% verzinslichen erstklassigen Papiere verschwanden fast völlig aus dem Verkehr; 4 und $3^1/_2$% wurden die herrschenden Nominalzinssätze der sichersten Anlagepapiere.

Wie wenig in dieser Zeit auch nur daran gedacht wurde, dass der Zinsfuss wieder steigen könnte, ergiebt sich aus der Kursbewegung der preussischen Konsols; während die 4%igen im grossen Ganzen langsam im Kurs stiegen, gingen die $4^1/_2$%igen andauernd zurück; ihre Rückzahlung war nämlich im Jahre 1885, bis zu welchem Zeitpunkt sie unkündbar waren, mit Sicherheit zu erwarten, und viele Besitzer dieser Papiere tauschten sie daher bereits jetzt in 4%ige Konsols um.

4. Abschnitt: Der wirtschaftliche Stillstand 1884—1888.

Während des ganzen Jahres 1884 betrug der Reichsbankdiskont 4%. Am 10. März 1885 wurde er auf 5% erhöht, am 4. April jedoch auf $4^1/_2$% und am 11. Mai wieder auf 4% ermässigt. 1886 war der Diskontsatz bis in den Oktober hinein sehr niedrig, vom 22. Januar an $3^1/_2$ und vom 20. Februar bis 17. Oktober nur 3%. Dann traten mehrere Diskonterhöhungen in rascher Aufeinanderfolge ein, bis am 18. De-

zember 5% erreicht wurden. Genau einen Monat später wurde die Bankrate neuerdings auf 4% ermässigt und am 11. Mai 1887 weiter auf 3%. Dieser niedrige Satz blieb bis zum 16. September 1888 bestehen. Mit ihrem Privatsatz ging die Reichsbank in diesen Jahren mehrfach bis auf 2% herunter. Der Marktdiskont der Berliner Börse schwankte 1884 zwischen 2 1/8 und 3 7/8%; der niedrigste Zinssatz, der in den folgenden Jahren vorkam, war 1 1/8% im Februar 1886, der höchste 4 1/2% im Dezember des gleichen Jahres.[1]

Auf dem Wertpapiermarkt hielt die sinkende Tendenz des Zinsfusses an. Bereits im Jahre 1885 erreichten einige 3 1/2%ige Papiere den Parikurs, der dann um die Mitte 1886 von den 3 1/2%igen Staatspapieren allgemein überschritten wurde. Die 3 1/2%igen landschaftlichen Pfandbriefe standen damals zwischen 99 und 100. Gegen Ende 1886 und in den ersten Monaten 1887 fand eine rückläufige Kursbewegung statt; doch wurden die geringen Kursverluste seit dem Hochsommer 1887 rasch wieder eingeholt. Teilweise wurde der höchste Kursstand von 1886 sogar überschritten, insbesondere stiegen jetzt auch die 3 1/2%igen landschaftlichen Pfandbriefe allgemein über pari. So schliesst dieser Zeitabschnitt mit einem Realzinsfuss von nicht mehr ganz 3 1/2%, d. h. mit einem um 1/2% niedrigeren, als er begonnen hatte.[2]

Die wirtschaftlichen Vorgänge in dem hier zu besprechenden Zeitraum stellen sich dar als ein Rückfall in den Depressionszustand der 70er Jahre. Die Gesundung des wirtschaftlichen Organismus war noch nicht so weit fortgeschritten, wie man in den Vorjahren allgemein angenommen hatte. Wie die wirtschaftliche Aufwärtsbewegung seit 1879 ihren Ursprung nicht im Inlande gehabt hatte, sondern wesentlich eine Folge des Aufschwungs in den Vereinigten Staaten gewesen war, so fehlte jetzt die innere Kraft, um dem Eintritt der Geschäftsstockung in Amerika standzuhalten.[3]

[1] Vgl. 1. und 2. Tabelle und für den Marktdiskont: „Die Reichsbank", Tabelle 68.

[2] Vgl. 7. Tabelle.

[3] Jahresbericht des Berliner Ältestenkollegiums 1884, S. 35 f.

Die Geschäftsstockung breitete sich rasch über ganz Europa aus; ein neues jahrelanges Darniederliegen von Handel und Industrie begann.

Unter dem Einfluss dieses wirtschaftlichen Niedergangs konnte sich die sinkende Tendenz des Zinsfusses, die schon in den Vorjahren hervorgetreten war, mit verstärkter Macht geltend machen. Und zwar trat die Zinsfussermässigung diesmal nicht nur bei den festverzinslichen Werten ein, wie in der Depressionszeit der 70er Jahre, sondern auch auf dem Geldmarkt, da die Gründe, die damals den Diskont hochgehalten hatten, weggefallen waren. Die Währungsreform, die ihren formellen Abschluss schon mit dem Münzgesetz von 1873 gefunden hatte, war jetzt auch materiell durchgeführt. Die schwierige Übergangszeit, in der das überflüssig gewordene Silber durch Gold aus dem Verkehr verdrängt worden war, war überwunden. Bis 1881 hatte sich das Verhältnis von Silber zu Gold im Metallbestand der Reichsbank immer mehr zu Ungunsten des Goldes verschoben[1]; denn das vom Verkehr zurückgestossene Silber floss naturgemäss in die Kassen der Reichsbank, während andererseits die Reichsbank Gold in den Umlauf abgeben musste. Darin trat seit 1881 ein Wandel ein; der Geldmarkt gab kein Silber mehr an die Reichsbank ab, vielmehr konnte diese allmählich einen Teil des ihr zugeflossenen Silbergeldes wieder in Umlauf bringen.[2] War so die neue Währung im Innern nunmehr völlig eingebürgert, so gestaltete sich auf der anderen Seite jetzt auch die deutsche Goldbilanz günstiger; seit 1885 übertraf die Goldeinfuhr Deutschlands regelmässig die Goldausfuhr.[3] Der Status der Reichsbank besserte sich unter diesen Umständen ganz gewaltig. Während der Silberbestand langsam zurückging, wuchs der Goldvorrat rasch an, nämlich von $206^2/_3$ Mill. Mk. im Jahre 1881 auf $608^1/_4$ Millionen im Jahre 1888; in diesem Jahre machte er 67,3% des Metallbestandes aus gegen nur 37,1% im Jahre 1881.[4] Damit war für die

[1] Vgl. „Die Reichsbank". Tabelle 12, Spalte 9.
[2] „ „ „ „ 12, „ 10 und 13.
[3] „ „ „ S. 152.
[4] „ „ „ Tabelle 12, Spalte 9.

Reichsbank die Möglichkeit gegeben, ihren Diskontsatz völlig dem inländischen Geldbedarf anzupassen, ihn entsprechend dem gesunkenen Wechselangebot zu ermässigen (Der Betrag der in Deutschland ausgestellten Wechsel sank nämlich[1] von 12,3 Milliarden im Jahre 1883 bis auf 11,8 Milliarden im Jahre 1886 und erreichte auch 1888 erst wieder die Summe von 12,2 Milliarden). Die herrschende Geldflüssigkeit wurde wesentlich dadurch gefördert, dass durch die weitere Ausbildung des Reichsbankgiroverkehrs und durch die Einrichtung der Abrechnungsstellen Umsatzmittel gespart wurden. Wie gross die Geldflüssigkeit damals war, erhellt am besten aus der Tatsache, dass der ungedeckte Notenumlauf der Reichsbank von 152 Millionen im Durchschnitt 1882 auf durchschnittlich 55 Millionen im Jahre 1887 sank, und dass 1888 der Notenumlauf im Jahresdurchschnitt sogar um etwas über eine Million überdeckt[2] war. (Eine Überdeckung des Notenumlaufs im Jahresdurchschnitt war weder vorher noch nachher nochmals zu verzeichnen).[3]

Dass trotz alledem der Diskont im ersten Quartal 1885 und dann wieder Ende 1886 bis auf 5% stieg, hatte seinen Grund in den politischen Verwicklungen im Orient, die die Gefahr eines grossen Krieges nahe rückten. 1886 wirkte zur Versteifung des Geldmarkts noch die beginnende Besserung in der Beschäftigung von Industrie und Handel mit, hervorgerufen durch die Kriegsrüstungen verschiedener Staaten und den industriellen Aufschwung Amerikas.[4] Die Erhöhungen der Diskontrate waren indess immer nur von kurzer Dauer; in dem ganzen Zeitraum von Anfang 1884 bis Mitte 1888 stand der Reichsbankdiskont nur an 93 Tagen über 4%, dagegen an 657 Tagen auf 3%.

Wir haben gesehen, wie auf dem Anlagemarkt der

[1] „Die Reichsbank" Tabelle 55, Spalte 4.

[2] Die Überdeckung war freilich nur nominell vorhanden, da die Reichsbank keinen besonderen Fonds zur Depositendeckung hält, der als Notendeckung ausgewiesene Barvorrat also in Wirklichkeit mit zur Depositendeckung dienen muss. Vgl. „Die Reichsbank" Tabelle 31.

[3] „Die Reichsbank" S. 152 und Tabelle 21.

[4] Vgl. Jahresbericht des Berliner Ältestenkollegiums 1886, S. 1 ff.

Realzinsfuss in den 70er und in den ersten 80er Jahren von mehr als 5% bis unter 4% herabsank und wir haben weiterhin gesehen, wie im Anschluss an diese Entwicklung die 5 und 4½%igen Papiere durch Konversion in niedriger verzinsliche aus dem Verkehr verschwanden. Ob solch allgemeinen Konversionen ein Einfluss auf die Zinsfussentwicklung zuzuschreiben ist, lässt sich schwer sagen. Im Allgemeinen wird hervorgehoben, dass die infolge der Konvertierung eintretende Mobilisierung des Kapitals zinsfusssteigernd wirke. Dem steht aber gegenüber, dass die Konversionen anregend auf die spekulative Anlage in festverzinslichen Werten wirken, indem sie zur Ausbreitung der Überzeugung beitragen, dass die vorangegangene Zinsfussermässigung keine nur vorübergehende gewesen, ja, dass ein weiteres Fallen des Zinsfusses zu erwarten sei.

Was speziell die Konversionen in den 70er und in der ersten Hälfte der 80er Jahre anlangt, so muss konstatiert werden, dass sie zu keiner Zinsfusssteigerung führten, dass vielmehr die sinkende Zinsfusstendenz ununterbrochen anhielt. Der Übergang zu einem nominal niedriger verzinslichen Wertpapiertypus war eben der wirtschaftlichen Entwicklung Deutschlands so sehr entsprechend, dass sich die Kapitalisten wohl oder übel mit einer Schmälerung ihres Zinsenerträgnisses zufrieden geben mussten. Das Zurückgehen des Kapitalpreises war die natürliche und notwendige Folge des gestiegenen Kapitalreichtums Deutschlands. Auch war der Zinsfussrückgang nicht auf die deutschen Anlagewerte beschränkt, sondern ein ganz allgemeiner, dem in gleicher Weise, wenn auch nicht in gleichem Masse, die englischen wie die österreichisch-ungarischen, die französischen und deutschen wie die russischen Papiere unterlagen. Der Anreiz, deutsche Werte gegen weniger sichere, aber höher verzinsliche ausländische Anlagepapiere einzutauschen, war daher weit geringer, als wenn sich die sinkende Zinsfusstendenz auf Deutschland beschränkt hätte. Von Wichtigkeit für die Gestaltung des deutschen Fondsmarkts war endlich die Tatsache, dass durch die Arbeiterversicherungsgesetzgebung eine Ansammlung kleinster Beträge zu grossen

Kapitalien in die Wege geleitet war, zu Kapitalien, die in sicherster Weise angelegt werden mussten.

Die politischen Beunruhigungen, die das Jahr 1885 brachte, vermochten das Steigen der deutschen Rentepapierkurse nur momentan aufzuhalten; in gewissem Grad nützten sie sogar dem inländischen Fondsmarkt, indem jetzt wieder, wie das in politisch bewegter Zeit meist der Fall zu sein pflegt, die Inlandswerte vor den ausländischen, die starke Kurseinbussen erlitten[1], mehr bevorzugt wurden. Die Konversion der 4 1/2 %igen bis 1885 unkündbaren preussischen Konsols vollzog sich ohne Schwierigkeit und die Emission 3 1/2 %iger Konsols zu 98 1/2 (im Juli) glückte ebenfalls. In der ersten Hälfte des Jahres 1886, die von politischen Beunruhigungen im Wesentlichen frei blieb, setzte sich der Zinsfussrückgang in beschleunigtem Tempo fort. Ganz allgemein wurde jetzt schon zur Konversion 4 %iger Werte in 3 1/2 %ige geschritten[2], und bereits wurde der Anfang mit der Ausgabe 3 %iger Papiere gemacht (3 %ige Hamburger Staatsrente, 3 %ige Anleihen der Städte Karlsruhe und Baden-Baden, 3 %ige landschaftliche Zentralpfandbriefe). Auch diese Versuche, den Nominalzinsfuss der Wertpapiere noch weiter herabzusetzen, entsprachen den Zeitverhältnissen. Allerdings kam die Aufwärtsbewegung der Kurse im Hochsommer 1886 zum Stillstand; Ursache hierfür war aber keineswegs ein Kapitalabstrom aus dem deutschen Fondsmarkt, sondern die Kriegsgefahr und die lebhaftere Tätigkeit in Industrie und Handel, die ja auch zu einem Anziehen des Diskonts führten.

Im folgenden Jahre hielt der Kursrückgang anfänglich noch an, bis dann seit dem Sommer in reichlicherem Masse als in den Vorjahren Kapital dem Markte zufloss. Dieser Kapitalzufluss erklärt sich hauptsächlich aus dem massenweisen Verkauf ausländischer, besonders russischer Wertpapiere. Das Misstrauen, mit dem diese letzteren Papiere schon lange behandelt worden waren, erreichte seinen Höhe-

[1] Es sank: die 5%ige russische 1884er Anleihe von 99.20 am 13. Febr. auf 85 am 14. April; die 5%ige italienische Rente von 98.50 am 5. Febr. auf 89.70 am 30. April; die 4%ige ungarische Goldrente von 82.30 am 10. März auf 75 am 30. April. Vgl. Jahresbericht des Berliner Ältestenkollegiums für 1885, S. 161.

[2] Jahresbericht des Berliner Ältestenkollegiums 1886, S. 167.

punkt, als der Reichskanzler am 10. November 1887 der Reichsbank die Lombardierung russischer Werte verbot.[1] Zwar wurde die politische Natur dieser Massregel meist richtig erkannt; sie war aber doch dazu angetan, die Abstossung der russischen Papiere an das Ausland zu fördern. Die langsam steigende Kursbewegung der deutschen Anlagewerte hielt bei geringer Inanspruchnahme des Kapitalmarktes auch im Jahre 1888 noch an.

5. Abschnitt: Der Aufschwung Ende der 80er Jahre und der Rückschlag; von Mitte 1888 bis Ende 1890.

Die steigende Kursbewegung der Rentepapiere, die wir in ihrer Entwicklung bis zum Juni 1888 verfolgt haben, hielt noch bis um die Mitte des Jahres 1889 an; besonders die wenigen 3%igen Papiere erzielten namhafte Kursbesserungen (bis zu 4%); die Realverzinsung der Wertpapiere sank im Allgemeinen bis auf etwa $3\,^1/_3\,\%$. Im zweiten Halbjahre 1889 wurde die Aufwärtsbewegung durch ein Weichen der Kurse abgelöst; bald trat ein starker Kursfall ein. Bis Ende 1890 sanken die $3\,^1/_2\,\%$igen Papiere wieder unter pari; in noch stärkerem Masse gingen die Kurse der 3%igen Werte zurück, während die 4%igen nur geringe Kurseinbussen erlitten. Als Fazit dieser Bewegung kann für Ende 1890 ein Realzinsfuss von fast wieder $3\,^5/_8\,\%$ angegeben werden.[2]

Der Reichsbankdiskont, der seit Mai 1887 nur 3% betragen hatte, wurde am 17. September 1888 auf 4% und am 6. Dezember auf $4\,^1/_2\,\%$ erhöht. Nach dem Jahreswechsel trat eine Ermässigung ein und zwar am 12. Januar auf 4 und am 4. Februar auf 3%. Am 4. September 1889 wurde die Bankrate neuerdings auf 4 und am 3. Oktober sogar auf 5% erhöht. Im Jahre 1890 ging der Diskontsatz ebenfalls wieder im Frühjahr zurück, aber nur auf 4%, und die Anspannung am Jahresschluss gestaltete sich noch grösser als in den Vorjahren, so dass am 11. Oktober der Diskont auf $5\,^1/_2\,\%$ erhöht werden musste, nachdem am 26. September

[1] „Die Reichsbank" S. 151.

[2] Vgl. 8. Tabelle.

eine Erhöhung auf 5 % vorangegangen war. Im Jahresdurchschnitt betrug die Bankrate 1890 4,517 % gegen 3,676 und 3,324 % in den beiden Vorjahren[1].

Die Marktdiskontbewegung verlief auch in diesen Jahren wieder ganz entsprechend der Bankdiskontbewegung: Im Juli 1888 betrug der Durchschnittssatz nur 1,409 % (niedrigster Satz: 1 1/4 %); er stieg dann bis zum Dezember auf 3,505 % (höchster Satz 4 %), sank in Schwankungen bis auf 1,516 % im April 1889 (niedrigster Satz 1 1/4 %); im Dezember erreichte er die Höhe von 4,776 % (höchster Satz: 5 %). Im Jahre 1890 sank der Marktdiskont nicht unter 2 5/8 % (Mai), stieg dagegen andererseits bis auf 5 1/2 % im Dezember, erreichte also wie im Vorjahre die Höhe des Banksatzes; den geringsten Monatsdurchschnitt hatte der April mit 2,929, den höchsten der November mit 5,135 %.[2]

Seit Beginn des Jahres 1888 hatten sich die Aussichten auf dauernde Erhaltung des europäischen Friedens mehr und mehr gebessert. Die friedlichen Kundgebungen Kaiser Wilhelm II. bei seiner Thronbesteigung trugen wesentlich dazu bei, die Friedenszuversicht zu stärken. Der Friede schien für eine lange Reihe von Jahren gesichert. Das Aufhören der politischen Beunruhigungen bewirkte einmal, dass sich der wirtschaftliche Aufschwung, der seit 1886 hintangehalten worden war, jetzt endlich durchsetzen konnte. Andererseits begünstigte die Klärung der politischen Lage die Kursentwicklung der Staatspapiere und damit aller festverzinslichen Werte. So setzte sich trotz des wirtschaftlichen Aufschwungs die aufsteigende Kursbewegung der Rentepapiere zunächst noch fort; die seither noch vielfach vorhandene Zurückhaltung wich; die Zuversicht auf die Zukunft gab sich in wachsenden Ankäufen von Staatspapieren kund. Zugleich wandte sich aber das Kapital mit dem Fortschreiten der wirtschaftlichen Besserung auch wieder den Dividendepapieren zu, und so ergab sich Anfangs eine gleichzeitige Hausse auf dem Markt der festverzinslichen Werte wie auf dem der Dividendepapiere.

[1] Vgl. 1. und 2. Tabelle.

[2] Vgl. 2. Tabelle und „Die Reichsbank", Tabelle 68.

Auch auf dem Geldmarkt trat ein wirklicher Umschwung in der Tendenz zunächst noch nicht ein. Die Diskontverteuerung im Herbst 1888 war nur vorübergehend; sie war noch keine Folgeerscheinung des wirtschaftlichen Aufschwungs, sondern durch den starken Goldabfluss nach Argentinien veranlasst.[1] Dass auch der Marktdiskont in dieser Zeit in die Höhe ging, erklärt sich daraus, dass bei einigermassen gutem Geschäftsgang das letzte Quartal immer eine vorübergehend stärkere Anspannung des Geldmarktes mit sich bringt, eine Anspannung, die sich 1888 in verstärktem Masse geltend machen musste, da die Erhöhung des Bankdiskonts natürlich zu einer stärkeren Inanspruchnahme des offenen Marktes führte. Durch den nach dem Jahreswechsel eintretenden Geldrückfluss trat sofort eine Erleichterung des Geldmarktes ein, und der Status der Reichsbank wurde so sehr gebessert, dass auch sie wieder zu einer Herabsetzung ihres Diskontsatzes schreiten konnte. Den ganzen Sommer über herrschte dann wieder Geldflüssigkeit. Diese auffallende Erscheinung der Geldflüssigkeit in einer Zeit zunehmender Wirtschaftstätigkeit und steigender Umsätze findet ihre Erklärung teils in den grossen Geldvorräten, die in den Vorjahren angesammelt worden waren, teils in der besseren Ausnutzung des Geldes und der geldsparenden Zahlungsmethoden, besonders des Giro- und Abrechnungsverkehrs. Vor allem ist aber hervorzuheben, dass zwar Kapitalinanspruchnahme und Kapitalknappheit regelmässig auch zur Geldinanspruchnahme und Geldknappheit führen, dass aber trotzdem, da ja Kapital und Geld nicht identisch sind, zeitweise Kapitalknappheit und Geldflüssigkeit neben einander bestehen können. Gerade bei Beginn einer Aufschwungsperiode ist dies leicht möglich. Die Kapitalinanspruchnahme in solcher Zeit ist keine effektive, sondern tritt auf in der Form des Begehrs nach Krediteinräumung. Der eingeräumte Kredit wird erst später tatsächlich in Anspruch genommen; aber bereits mit der Einräumung findet eine Bindung des Kapitals statt, die nötigen Mittel werden reserviert und verringern die Menge der zu weiterer Krediteinräumung verfügbaren Kapitalien, bleiben jedoch zu

[1] Vgl. „Die Reichsbank“ S. 157.

vorübergehender liquider Anlage noch verwendbar. Erst dann führt die Kapitalinanspruchnahme auch zur Geldknappheit, wenn die zur Kreditgewährung reservierten Mittel auch tatsächlich dieser Verwendung zugeführt werden.

Die grosse Geldflüssigkeit unterstützte natürlich die aufsteigende Bewegung. Die Emission von Industriepapieren, die in den Vorjahren stark zusammengeschrumpft war, begann grosse Lebhaftigkeit anzunehmen. Nach den Zusammenstellungen des „Deutschen Ökonomist“[1] wurden 1889 360 Aktiengesellschaften gegründet mit einem Kapital von 402,54 Millionen Mk., gegen 184 Gesellschaften mit 193,68 Millionen Mk. und 168 Gesellschaften mit 128,41 Millionen Mk. Kapital in den beiden Vorjahren. Der Kurswert der neu emittierten Aktien erreichte 1889 die Höhe von 481,67 Millionen Mk. gegen 260,05 und 128,14 Millionen in den Vorjahren.[2] Diese Ziffern dürfen nicht so aufgefasst werden, als ob sie die Summe des tatsächlich neu aufgebrachten Kapitals genau angeben; sie berücksichtigen nämlich nicht, welche Summen durch Sacheinbringen, besonders bei Umwandlungen bereits vorhandener Unternehmungen in Aktiengesellschaften, gedeckt wurden, und ebensowenig berücksichtigen sie die Schachtelgründungen, d. h. die Verwendung des bei Gründung einer Gesellschaft aufgebrachten Kapitals zur Gründung neuer Gesellschaften. Wohl aber geben diese Zahlen im Vergleich mit den Zahlen anderer Jahre ein deutliches Bild für die Steigerung der Wirtschaftstätigkeit.

Der grösste Aufschwung fand in der Kohlen- und Eisenindustrie statt. Der Bedarf an Kohlen für industrielle Zwecke wie für die Eisenbahnen war gewaltig gestiegen. Da brachen im Laufe des Jahres 1889 grosse Bergarbeiterstrikes aus, und jetzt entstand eine Kohlennot. Die Kohlenpreise gingen sprunghaft in die Höhe und zogen auch die Eisenpreise mit sich, da die Kohlennot (besonders die Koaksverteuerung) naturgemäss die Eisenproduktion verteuerte, während die Nachfrage nach Eisen noch fortgesetzt stieg und ihrerseits natürlich wieder auf die Kohlenpreise (Koaks)

[1] Vgl. 15. Tabelle.

[2] Vgl. 14. Tabelle.

zurückwirkte. Nach dem 2. Morgenblatt der Frankfurter Zeitung vom 28. Dezember 1889 war die Preisentwicklung folgende:

	Anf. Jan. 1888	Ende Dez. 1888	Anf. Mai 1889	Ende Aug. 1889	Mitte Dez. 1889
Kohlen: Düsseldorf. Förder-Gas ℳ	$7^1/_4$	$8^1/_4$	$8^1/_2$	13	15
„ „ Flamm-Stück „	8	9	9	$13^1/_2$	15
„ Koaks „ „ „	$9^1/_4$	$11^1/_2$	$12^3/_4$	$22^1/_2$	25
Eisen: Glasgow Warrants „	42,08	42	43,11	46,08	59,75
„ Rheinländ.-Westphäl. Stab-Eisen-Grundpreis „	$122^1/_2$	$126^1/_2$	$130^1/_2$	$142^1/_2$	$187^1/_2$

Entsprechend dieser Hausse auf dem Kohlen- und Eisenmarkt stiegen auch die Kurse der Bergwerkspapiere:[1]

	31. Dez. 1888.	31. Dez. 1889.
Bochumer:	197,—	287,90
Laurahütte:	134,75	173,25
Gelsenkirchener:	134,40	219,50
Harpener:	127,50	326,90
Hibernia:	131,50	244,50
Dortmunder:	97,50	137,25

Die meisten anderen Dividendepapiere machten den Kursaufschwung mit. Dabei war es nicht so sehr die berufsmässige Spekulation, die die Kurse in die Höhe trieb, als vielmehr die wachsende Beteiligung des Publikums, das, schon lange mit dem gesunkenen Zinsfuss der Kapitalanlagepapiere unzufrieden, endlich die Zeit gekommen glaubte, um durch den Ankauf von Dividendepapieren grosse Gewinne zu erzielen. Damit kam naturgemäss der Kursaufschwung der festverzinslichen Werte ins Stocken; er verlangsamte sich mehr und mehr, um schliesslich im Hochsommer 1889 in sein Gegenteil umzuschlagen.

Zu gleicher Zeit trat der Umschwung auf dem Geldmarkt ein. So gross auch die Geldflüssigkeit in der ersten Zeit des Aufschwungs gewesen war, schliesslich musste die Überhitzung der Spekulation, die Menge der Hausseengagements

[1] Vgl. Hertel'scher Kurszettel.

und deren Werterhöhung infolge der allgemeinen Preis- und Kurssteigerung doch zu einer Geldknappheit führen. Gegen Ende August 1889 begann der Geldmarkt sich zu versteifen. Die Ultimoliquidation gestaltete sich bereits im September schwierig; die Reportsätze stiegen. Im Oktober sistierte die Reichsbank gleichzeitig mit der Diskonterhöhung auf 5% den Wechselankauf zum Privatsatz.[1] Ende Dezember stiegen die Reportsätze der Berliner und ebenso die der Frankfurter Börse auf 9—10%.[2] Von einer Diskonterhöhung auf 6%, mit welcher Massregel die Bank von England zur Warnung der Spekulation vorangegangen war, glaubte die Reichsbankleitung trotz einer Kontingentsüberschreitung um 109½ Millionen Abstand nehmen zu können, da sie auf starken Rückfluss nach dem Jahreswechsel hoffte.[3]

Während in den hohen Geldsätzen sich bereits der Umschwung an der Börse vorbereitete, erreichte die industrielle Hochkonjunktur erst um die Jahreswende ihren Gipfel. Die Preise stiegen immer noch, und die Gründungen nahmen ihren Fortgang. Unter diesen Umständen blieb auch nach dem Jahreswechsel die Geldknappheit bestehen; der Rückfluss vollzog sich nur sehr langsam. Erst Ende Februar konnte die Reichsbank ihre Rate auf 4% ermässigen; die zur selben Zeit wieder aufgenommene Diskontierung zum Privatsatz musste sie bereits nach kaum 2 Wochen wieder einstellen.[4] Inzwischen hatte sich im Laufe des Februar der Rückgang der Konjunktur angebahnt. Nachdem das Ausland mit Preisherabsetzungen vorangegangen war, konnten auch in Deutschland die hochgeschraubten Preise nicht mehr gehalten werden; die Haussespekulation musste, wenigstens soweit sie nur auf Kredit gegründet war, zusammenbrechen. Erleichtert wurde die Liquidation durch das tatkräftige Eingreifen der Reichsbank, die bei der Ultimoliquidation im März der Börse zu Hilfe kam. Die Krisis war zunächst nur eine Handels- und Börsenkrisis gewesen; ein Fortdauern der

[1] Vgl. „Die Reichsbank" Tabelle 66.
[2] Vgl. Hertel'scher und Frankfurter Kurszettel.
[3] Vgl. „Die Reichsbank" S. 158.
[4] „ „ „ S. 158.

günstigen Wirtschaftslage schien nicht ausgeschlossen. So trat auch nach Abwicklung der Hausseengagements nur eine geringe Erleichterung des Geldmarkts ein. Zwar ging der Marktdiskont der Berliner Börse im Monatsdurchschnitt der Monate April und Mai auf 2,929 resp. 2,945% zurück gegen 3,745% im März;[1] die Reichsbank jedoch konnte ihren Diskontsatz nicht unter 4% ermässigen. Auch in der Kursbewegung der festverzinslichen Papiere fand die Krisis nur geringen Ausdruck. Die Kapitalisten hatten ihre Mittel vielfach in Papieren festgelegt, die gegenwärtig nur mit Verlust oder überhaupt nicht realisierbar waren, für die aber eine Kurserholung erwartet wurde. Sie sahen sich daher, auch wenn sie zum Ankauf inländischer festverzinslicher Werte geneigt waren, zur Zurückhaltung gezwungen. Immerhin gingen die Kurse der Anlagepapiere nicht weiter zurück, stiegen sogar teilweise ein wenig. Bevor aber diese Ansätze zu einer Zinsfussermässigung sich weiter entwickeln konnten, traten Ereignisse ein, die den Leihzins für Geld neuerdings verteuerten und zu heftigen Erschütterungen führten. Die verschiedenen Ursachen, die zusammenwirkten um im letzten Quartal 1890 zu einem gewaltigen Rückschlag in ganz Europa, besonders in England, zu führen, können hier nur ganz kurz aufgezählt werden. Den ganzen Sommer über wurde der internationale Geldmarkt durch die gewaltige Silberspekulation in Anspruch genommen, die durch die Einbringung und Annahme der Windom-Bill (nach der Annahme Sherman-Bill genannt) im Kongress der U. S. A. hervorgerufen wurde.[2] Der Silberpreis wurde binnen weniger Monate von 43 7/8 auf 54 1/2 p. getrieben.[3] Dann brach die Spekulation unter heftigen Erschütterungen des New-Yorker und Londoner und auch der kontinentalen Märkte zusammen. Weit grösseren und allgemeineren Schaden als diese Spekulation verursachte die Revolution in Argentinien und

[1] Vgl. „Die Reichsbank“ Tabelle 68.

[2] Das genannte Gesetz verpflichtete das amerikanische Schatzamt monatlich 4 1/2 Mill. Unzen Feinsilber anzukaufen, solange der Silberpreis nicht mehr als 59 p. betragen würde. Anfang April kostete aber das Silber nur 43 7/8 p. und die Spekulation ging nun dahin, den Preis auf 59 p. zu steigern.

[3] Jahresbericht des Berliner Ältestenkollegiums 1890, S. 9.

der Bankrott dieses Staates. In London sah sich das grosse Haus Baring Brothers im November zur Zahlungseinstellung gezwungen.[1] Die daraufhin entstehende Verwirrung war so gross, dass die Bank von England, der die Diskonterhöhung auf 6% keine Erleichterung brachte, Goldanleihen bei der Bank von Frankreich (3 Millionen £) und beim russischen Finanzministerium ($1^1/_2$ Millionen £) machen musste.[2] Wenn auch Deutschland durch diese Ereignisse nicht so hart betroffen wurde, wie gerade England, so kam es doch zu einer allgemeinen Geschäftsstockung, und die Situation wurde verschärft durch die grosse Getreide- und Fleischteuerung. Die Zurückziehung von 40 Millionen Mk. Gold aus Deutschland seitens der russischen Regierung hatte die Reichsbank bereits Ende September zur Erhöhung des Diskontsatzes gezwungen, und am 11. Oktober musste eine weitere Erhöhung auf $5^1/_2$% erfolgen. Die in den folgenden Monaten eintretende Besserung ihres Status (der Metallbestand vermehrte sich durch Goldzufluss aus dem Auslande um 70 Millionen[3]) überhob die Reichsbank der Notwendigkeit, den Diskont noch weiter heraufzusetzen, wie es der allgemeinen Lage des Geldmarkts — der Marktdiskont näherte sich immer mehr dem Bankdiskont und erreichte ihn im Dezember mehrfach — entsprochen hätte. Durch den verhältnismässig niedrigen Diskontsatz der Reichsbank wurde die Liquidation in Deutschland sehr erleichtert.

Auch die Rentepapiere wurden in den allgemeinen Kurssturz hineingezogen. Die Börse war zu sehr geschwächt, um auch nur auf diesem einen Gebiete der sinkenden Kurstendenz Widerstand leisten zu können, und die von aussen kommende Anregung, das wieder erwachende Interesse des Publikums für Anlagepapiere genügte nicht, um die Kurse zu halten, da infolge der Krisis das Verkaufsangebot im Allgemeinen sehr dringend war, während Nachfrage in Berücksichtigung der hohen Diskontsätze und in Erwartung eines

[1] „Die Reichsbank" S. 159.

[2] Vgl. Jahresbericht des Berliner Ältestenkollegiums, 1890, S. 160.

[3] „Die Reichsbank" S. 159 und Tabelle 15, S. 284.

noch stärkeren Kursfalls nur zu weichenden Kursen vorhanden war. Zu der ungünstigen Kursentwicklung trug wesentlich auch bei das Vorgehen der Finanzverwaltungen des Reiches und Preussens. Noch während des Zusammenbruchs emittierten sie im Oktober Anleihen von zusammen 235 Millionen, für die sie erstmals den nur 3%igen Typus, an Stelle des bisherigen 3½%igen wählten.[1] Nicht als ob der 3%ige Typus für die deutschen Reichs- und die preussischen Staatsanleihen an sich ein zu niedriger gewesen wäre; es waren ja in den Vorjahren bereits andere deutsche Staaten mit der Emission 3%iger Anleihen vorangegangen. Aber in dem gegenwärtigen Zeitpunkt, in dem das gesamte Wirtschaftsleben von schweren Erschütterungen heimgesucht wurde, musste der Übergang zu einem niedrigeren Zinstypus[2] notwendig verstimmen, das anlagesuchende Publikum abschrecken. Die Emission glückte zwar formell, der Kurs dieser Anleihen sank jedoch alsbald unter den Emissionskurs und erreichte denselben zunächst nur ganz vorübergehend wieder.

6. Abschnitt: Der wirtschaftliche Stillstand in den Jahren 1891 bis Mitte 1895.

In den ersten Monaten des Jahres 1891 sank der Reichsbankdiskont in rascher Folge von 5½ auf 4, 3½ und schliesslich am 13. Februar auf 3%. Drei Monate später stieg er jedoch wieder auf 4%, um erst am 11. Januar des folgenden Jahres neuerdings auf 3% herabzugehen. Vom 28. Oktober 1892 bis 16. Januar 1893 war die Bankrate 4%, sodann bis zum 12. Mai wieder 3%. An diesem Tag wurde der Diskont auf 4% erhöht und am 11. August weiter auf 5%. Das Jahr 1894 brachte eine Ermässigung des Diskontsatzes am 8. Januar auf 4 und am 5. Februar auf 3%.

---

[1] Vgl. „Rückblicke auf das Börsenjahr 1890“ im Handelsblatt der Frkf. Ztg. vom 26. Dezbr. 1890; sowie Jahresbericht des Berliner Ältestenkollegiums, 1890, S. 159 ff.

[2] Der Übergang zum 3%igen Typus war freilich notwendig, wenn das Reich im gegenwärtigen Augenblick nicht ganz auf eine Anleihe verzichten oder den 4%igen Typus wählen wollte; denn mit 3½%igen Werten war der Markt an sich schon stark belastet.

Dieser niedrige Diskontsatz blieb bis zum November 1895 in Geltung.[1]

Die Bewegung der Marktdiskontsätze ergiebt sich aus folgenden Ziffern: Der Marktdiskont stellte sich im Durchschnitt 1891 auf 3,019%, 1892 auf 1,799, 1893 auf 3,171%, 1894 auf 1,742 und im ersten Halbjahr 1895 auf 1,607%. 1893 wurde zeitweise ein Satz von $4^7/_8$% erreicht; dagegen sank der Marktdiskont im Januar und Februar 1895 bis auf $1^1/_8$%.[2]

Die Kurse der Anlagepapiere erfuhren von 1890 bis Ende 1893 nur unwesentliche Veränderungen. Die 4 und $3^1/_2$%igen Papiere gewannen meist ein wenig im Kurs, während die 3%igen Kurseinbussen erlitten. Im Jahre 1894 setzte dann aber eine starke Hausse auf dem Fondsmarkt ein, die bis weit in das Jahr 1895 hinein anhielt. Den grössten Vorteil hiervon zogen die bisher vernachlässigten 3%igen Werte; dagegen stiegen die $3^1/_2$%igen Papiere, nachdem sie pari überschritten hatten, nicht mehr viel, und die 4%igen endlich konnten nur mit Mühe ihre alten Kurse behaupten, teilweise auch das nicht ganz. Die 3%ige Reichsanleihe, die noch Ende 1893 nur 86,10 notiert hatte, stand Ende Juni 1895 99,50. Ende Juni 1895 war der Realzinsfuss der Anlagewerte $^1/_2$% niedriger als Ende 1893.[3]

Die auffallendste Erscheinung in der Zinsfussbewegung der Jahre 1891—1895 ist die Dissonanz in der Bewegung der Diskontsätze und der des Realzinsfusses der Wertpapiere. Nach dem Zusammenbruch im Jahre 1890 sanken die Diskontsätze rasch und blieben, abgesehen von kurzer Unterbrechung im Jahre 1893 dauernd sehr niedrig; der Wertpapierzinsfuss dagegen hielt sich Anfangs stabil und ging erst seit 1894, dann freilich rapid zurück. Hauptaufgabe der folgenden Darstellung muss es sein, diese Dissonanz zu erklären.

Der im Jahre 1890 eingetretene Rückschlag hatte an der Börse und im Handel begonnen. Erst allmählig breiteten sich die Krisenerscheinungen über das gesamte Wirtschafts-

[1] Vgl. 1. und 2. Tabelle.
[2] „ 2. Tabelle und „Die Reichsbank", Tabelle 68.
[3] „ 9. Tabelle.

leben aus. Verschärft wurde die schlimme Lage durch die Missernten und die infolgedessen eintretende Lebensmittelteuerung,[1] die die Aufnahmefähigkeit des inneren Marktes stark verminderten. Gleichzeitig wurde auch der Export erschwert, einerseits durch die finanziellen Schwierigkeiten, in denen sich die südamerikanischen Staaten und ebenso auch Griechenland und Portugal befanden, andererseits durch die Einführung resp. Verschärfung des Schutzzollsystems in den meisten Welthandelsstaaten. Mehr noch als unter dieser Verringerung der Absatzmöglichkeit litt die Produktion unter den schlechten Preisen. Jetzt machte sich in unangenehmer Weise fühlbar, dass der grösste Aufschwung in den Rohstoffindustrien stattgefunden hatte. Die Kohlen- und Eisenproduzenten hatten in der Zeit der Hochkonjunktur ihre Abnehmer meist zu mehrjährigen Abschlüssen gezwungen; jetzt mussten diese unter ganz veränderten Verhältnissen und bei ganz anderer Marktlage die Rohstoffe zu hohen Preisen abnehmen, während sie selbst, um nur überhaupt die ihnen aufgezwungenen Rohstoffe verarbeiten zu können, sich mit schlechten Preisen begnügen mussten: eine Betriebseinschränkung wurde dadurch vielfach unmöglich gemacht. Dass die schlechte Wirtschaftslage in der Hauptsache nur das Preisniveau herabdrückte, dagegen zu keiner Produktionseinschränkung führte, spiegelt sich in der Tatsache, dass der Wechselumlauf in Deutschland nicht zurückging, sondern sogar noch eine Vermehrung von 14,02 Milliarden im Jahre 1890 auf 14,61 Milliarden Mk. im Jahre 1891 erfuhr,[2] und in den folgenden Jahren mit 14,28 und 14,58 Milliarden zwar einen kleinen Rückgang gegenüber 1891 aufwies, immerhin aber noch höher war, als in irgend einem Jahre vor 1891 (1894 und 1895 stieg dann der Wechselumlauf auf 14,75 und 15,24 Milliarden).

Trotz der Zunahme des Wechselumlaufs trat im Jahre 1891 alsbald grosse Geldflüssigkeit zu Tage. Die Spekulation hatte ihre Engagements abgewickelt, und die zur Spekulation

[1] Vgl. Jahresbericht des Berliner Ältestenkollegiums 1891, S. 6 ff.
[2] Vgl. „Die Reichsbank", Tabelle 55, Spalte 4.

und zur Reportierung verwendeten Gelder flossen jetzt wieder dem Geldmarkte zu. Ausserdem gestaltete sich die Goldbewegung ungewöhnlich günstig, indem einerseits die Goldproduktion der Erde bedeutend zunahm und andererseits infolge der Währungspolitik der Vereinigten Staaten ein starker Goldabfluss aus Amerika nach Europa begann.[1] So konnte die Bank von England bereits Ende Januar ihren Diskontsatz auf 3% herabsetzen, bevor sie noch die im Vorjahr vom Ausland entliehenen Gelder völlig zurückgezahlt hatte; Mitte Februar folgte auch die Reichsbank mit der Diskontermässigung auf 3%. Die Zurückziehung der russischen Guthaben von den westeuropäischen Geldmärkten führte im zweiten Quartal zu einer vorübergehenden Erhöhung der Diskontsätze.[2] Bemerkenswert ist hierbei, dass der englische Bankdiskont bis auf 5% stieg, während der Stand der Reichsbank schon so gekräftigt war, dass sie mit einer Diskonterhöhung auf 4% auskommen konnte. Als dann im Juni die vorherige Geldfülle auf dem internationalen Geldmarkt wieder eintrat und die Rate der Bank von England infolgedessen bis auf $2^1/_2$% sank, behielt die Reichsbank trotzdem den offiziellen Satz von 4% bei, da es ihr Bestreben war, möglichst wenig Änderungen im Diskontsatz eintreten zu lassen, und sie nach der Bewegung der deutschen Marktdiskontsätze eine baldige Geldverteuerung erwarten konnte. Auf dem deutschen offenen Markt trat nämlich im Hochsommer ein Anziehen der Diskontsätze ein, als sich der schlechte Ernteausfall herausstellte und im Zusammenhang damit ein Goldabfluss nach Amerika befürchtet wurde. Dass aber entgegen diesen Befürchtungen in Wirklichkeit die Geldfülle anhielt und sich sogar noch vergrösserte, das trat im letzten Quartal deutlich hervor. Während sonst gewöhnlich im letzten Quartal eine stärkere Inanspruchnahme des Geldmarkts stattfindet und dementsprechend ein Steigen

[1] Die grossen Silberankäufe und die daraufhin erfolgende Ausgabe von Silberzertifikaten verdrängten in Amerika das Gold aus dem Verkehr, und auf der andern Seite führte das Misstrauen in die amerikanische Währungspolitik zu grossen Rücksendungen amerikanischer Wertpapiere aus Europa. Vgl. „Die Reichsbank“ S. 161.

[2] Vgl. Jahresbericht des Berliner Ältestenkollegiums 1891, S. 267.

der Diskontsätze eintritt, ermässigte sich diesmal der Marktdiskont der Berliner Börse im Monatsdurchschnitt von 3,303% im September auf 3,199, 3,125 und 2,915% in den letzten drei Monaten des Jahres.[1] Die gleiche Erscheinung eines gegen Ende des Jahres zunehmenden Geldüberflusses machte sich in England geltend und zwar in solchem Masse, dass die Bank von England, die im September und Oktober ihren Diskontsatz erhöht hatte, zu der im Dezember ganz aussergewöhnlichen Massregel einer Diskontermässigung schritt (von 4 auf $3^1/_2$%).

Das ganze folgende Jahr über hielt die Geldflüssigkeit an, und gleicher Geldüberfluss herrschte dann wieder von Anfang 1894 an. (Trotz der Unterbrechung dieser beiden Perioden der Geldflüssigkeit durch das Anziehen der Diskontsätze im Laufe des Jahres 1893 gehören die Jahre 1892 und 1894 95 der ganzen Gestaltung des Geldmarktes nach völlig zusammen und sollen daher auch zusammen besprochen werden). Die Goldproduktion der Erde wurde von Jahr zu Jahr ausgiebiger. Im Jahresdurchschnitt 1886–90 waren je 474 Millionen Mk. Gold produziert worden; die Ausbeute stieg[2] 1891 auf 548, 1892 auf 616, 1893 auf 661, 1894 auf 761, 1895 auf 834 Millionen Mk. Amerika gab andauernd nicht nur seine ganze Neuproduktion von Gold an Europa ab, sondern ausserdem noch aus seinen Beständen; in den Jahren 1890—1895 produzierten die Vereinigten Staaten rund 930 Millionen Gold;[3] sie führten dagegen im Ganzen 1074,9 Millionen Mk. mehr Gold aus als ein, nämlich 1890: 23,8 Millionen, 1891: 142,4, 1892: 245,5, 1893: 28,2, 1894: 338,6 und 1895: 296,4 Millionen Mk.[4] Ein Goldstrom ergoss sich nach Europa und schwellte die Metallvorräte der Grossbanken an. Nach Helfferich[5] betrug die Mehreinfuhr von Gold in Millionen Mk.:

[1] Vgl. „Die Reichsbank", Tabelle 68.

[2] Vgl. Helfferich: „Der deutsche Geldmarkt 1895—1902", Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Band CX. S. 5.

[3] Vgl. Helfferich: „Das Geld" S. 101.

[4] Helfferich: „Der deutsche Geldmarkt 1895—1902", a. a. O. S. 7.

[5] A. a. O. S. 7.

in	England	Frankreich	Deutschland	Russland	Österr.-Ungarn	Summa
1890:	+188,9	—106,7	+ 60,2	— 4,3	+ 72,4	+210,5
1891:	+124,6	+102,9	+ 99,4	+254,8	+ 53,1	+634,8
1892:	+137,7	+223,6	+ 28,6	+374,9	+112,8	+877,6
1893:	+108,7	+153,1	+ 38,5	+ 46,9	+266,9	+614,1
1894:	+243,3	+286,7	+251,1	+257,0	+ 15,5	+1053,6
1895:	+298,7	+ 7,3	+ 15,1	+ 81,1	+ 52,7	+454,9
	+1101,9	+666,9	+492,9	+1010,4	+573,4	+3845,5

Einschliesslich der eigenen Goldproduktion und der Pagamenteinfuhr vermehrte sich der Goldbestand Deutschlands in den 6 Jahren 1890—1895 um 626,5 Millionen Mk.[1] So gross dieser Edelmetallzufluss an sich ist, so wäre er in einer Zeit guten Geschäftsganges doch wohl ohne weiteres absorbiert worden, hat doch der fast noch stärkere Goldzufluss nach Westeuropa in den Jahren 1898—1901, wie sich später zeigen wird, das Eintreten eines Geldmangels nicht verhindern können. Nur dadurch konnte der Edelmetallzufluss einen Geldüberfluss hervorrufen, dass er in einer Zeit wirtschaftlicher Depression, des Darniederliegens alles Unternehmungsgeistes eintrat und daher jede Absorptionsmöglichkeit fehlte. In England ging der Bankdiskont wiederholt bis auf 2% zurück und blieb zuletzt volle $2^1/_2$ Jahre (1. März 1894 bis 10. September 1896) auf diesem niedrigen Standpunkt. Die deutsche Reichsbank ging zwar gemäss ihrer alten Gepflogenheit und entsprechend dem geringeren Reichtum und der weniger starken Goldmehreinfuhr Deutschlands mit ihrem offiziellen Satz nicht unter 3% zurück; wohl aber betrug ihr Privatsatz, zu dem 1894 durchschnittlich fast die Hälfte der gesamten durchschnittlichen Anlage (49,4%) angelegt war,[2] häufig ebenfalls nur 2%.

Die Gleichheit in der Gestaltung des Geldmarkts während der Jahre 1892 und 1894/95 machen es ohne weiteres klar, dass die Versteifung im Jahre 1893 nur durch

[1] Helfferich, a. a. O. S. 10.

[2] Vgl. „Die Reichsbank", Tabelle 48, Spalte 4.

vorübergehende Ursachen hervorgerufen worden sein kann. Die Anspannungen auf dem Geldmarkt sind teilweise darauf zurückzuführen, dass Russland und Österreich-Ungarn grosse Anstrengungen machten, um Gold an sich zu ziehen,[1] damit sie endlich mit dem Übergang zur Goldwährung Ernst machen könnten. Die Nachfrage beider Staaten richtete sich naturgemäss in erster Linie an den nächstgelegenen deutschen Geldmarkt; erst von Deutschland aus wurde auf den zentralen Geldmarkt, den englischen, zurückgegriffen. Im Endergebnis wurde durch diese Vorgänge dem deutschen Geldmarkt kein Edelmetall entzogen — auch im Jahre 1893 überstieg die Goldeinfuhr die Goldausfuhr beträchtlich —, immerhin jedoch führten sie zu einer Versteifung des deutschen Geldmarkts und veranlassten die Reichsbank, zum Schutz des deutschen Goldbestandes den Diskont zu erhöhen. Die Heraufsetzung des deutschen Bankdiskonts hatte dann ihrerseits eine Erhöhung des englischen Satzes zur Folge. Die flüssigen Gelder wurden weiterhin beschäftigt durch die grossen Effektentransaktionen, die der noch fortbestehende italienisch-französische Zollkrieg hervorrief.[2] Frankreich suchte die italienischen Werte, die es bisher in grossen Mengen aufgenommen hatte, abzustossen. Da Italien finanziell zu schwach war, als dass es selbst seine Papiere hätte aufnehmen können, trat im Interesse des politischen Bündnisses Deutschland ein, musste aber, um für die italienischen Werte Platz zu schaffen, seinerseits seinen Besitz an österreichisch-ungarischen Papieren verringern.[3] (Österreich-Ungarn nahm seine Papiere zum grössten Teil selbst auf). Diese Transaktion liess den Zinsfuss auf dem Effektenmarkt unberührt, verteuerte aber den Diskont, da zur Durchführung des Besitzwechsels die flüssigen Mittel des Geldmarkts zu Hilfe genommen werden mussten. Schliesslich kam noch hinzu, dass im Laufe des Jahres 1893 sich in einzelnen Industriezweigen,

[1] Vgl. „Die Reichsbank", S. 163.

[2] Vgl. Jahresbericht des Berliner Ältestenkollegiums, 1893, S. 17 und 262.

[3] Auf die Abstossung dieser Werte wirkten auch die österreichischen Konversionen hin.

besonders in der Textilindustrie, eine vorübergehende Besserung des Geschäftsgangs bemerklich machte. Erleichtert wurde die Geldversteifung dadurch, dass die Goldausfuhr der Vereinigten Staaten, wie die obigen Zahlen zeigen, gerade 1893 weit geringer war als in den Jahren vor- und nachher.

Wenn wir uns jetzt der Entwicklung des Realzinsfusses der Wertpapiere in den Jahren 1891—1895 zuwenden, so werden wir fragen müssen: Woher kam es, dass trotz der schlechten Wirtschaftslage und trotz der Geldfülle die deutschen Fondskurse in den Jahren 1891 und 1892 nicht stiegen? — Das Privatkapital hatte sich in den Vorjahren hauptsächlich an der Spekulation in überseeischen Werten beteiligt und beim Zusammenbruch grosse Verluste erlitten. Soweit diese Papiere überhaupt noch Wert behielten, liessen sie sich im gegenwärtigen Augenblick nur sehr schwer realisieren. Ebenso waren die während der Hausse zum Ankauf von Dividendepapieren verwendeten Kapitalien ziemlich festgelegt; vielfach waren sogar zum Zweck der Reorganisation noch Kapitalzuschüsse nötig. Durch die Missernten der Jahre 1890 und 1891 und die infolgedessen eintretende Teuerung der Nahrungsmittel wurde die Sparfähigkeit weiter Kreise sehr stark beeinträchtigt, und auch dieser Umstand trug dazu bei, das Anlagebegehr zu verringern. Gleichzeitig war dagegen der Betrag der neuemittierten festverzinslichen Papiere recht bedeutend.[1] Das Reich und Preussen brachten grosse, wiederum 3%ige Anleihen auf den Markt. Bei einem Emissionskurs von nur 84.40 (gegen 87.— im Jahre 1890) wurden 1891 die 200 Millionen Reichsanleihe 46½ und die 250 Millionen Konsols 29½ mal gezeichnet;[2] die feste Unterbringung machte jedoch Schwierigkeiten. Dass die Anlagepapiere auch aus der im Jahre 1892 eintretenden Geldfülle keinen grossen Vorteil ziehen konnten, erklärt sich daraus,

[1] Nach den Zusammenstellungen des „Deutschen Ökonomist" wurden deutsche festverzinsliche Werte (Kurswert in Mill. Mk.) emittiert: 1891: 896,55, 1892: 824,97, 1893: 857,29, 1894: 913,20, 1895: 685,01 gegen 1883: 340,65, 1884: 336,73, 1885: 337,16, 1886: 451,95, 1887: 470,48, 1888 freilich 1057,36. Vgl. 14. Tabelle.

[2] Vgl. Jahresbericht des Berliner Ältestenkollegiums 1891, S. 24.

dass die dem Geldmarkt zuströmenden Mittel hauptsächlich die Mittel der Bankiers waren, der hohe Umsatzstempel aber ein starkes Hemmnis war, diese vorübergehend flüssigen Gelder in Wertpapieren anzulegen. Immerhin begannen die Kurse eine langsam steigende Richtung einzuschlagen, um indess, als gegen Jahresschluss die Diskontsätze sich wieder erhöhten, fast wieder auf ihren alten Stand herabzusinken. Zu diesem Resultat trug freilich auch die bevorstehende Emission eines weiteren grösseren Betrags 3%iger Reichsanleihe bei.

Im Jahr 1893 hielt die Zurückhaltung des Publikums an, und so fehlte bei der Versteifung des Geldmarkts jeder Anstoss zu einer Kursbesserung. Als aber dann zu Beginn 1894 die abnorme Geldfülle neuerdings hervortrat und auf die Kurse etwas Einfluss zu gewinnen begann, da bedurfte es nur dieses Anstosses, um das lange zurückgedrängte Anlagebedürfnis mit Macht hervorbrechen zu lassen. Die Kurse der deutschen Werte zogen vor allem aus zwei Umständen Vorteil, einmal daraus, dass England erstmals als ernster Käufer 3%ige deutsche Reichsanleihe aufnahm,[1] da gegenüber den Kursen der englischen Konsols, die ebenfalls durch die Geldfülle gesteigert wurden, die 3%igen deutschen Werte noch eine vorzügliche Anlagegelegenheit boten. Als zweiter Umstand kam hinzu, dass die russischen, österreichisch-ungarischen, italienischen Papiere gleichfalls bedeutende Kursbesserungen erzielten,[2] teils infolge der Besserung der Valutaverhältnisse dieser Länder, teils infolge ihrer gebesserten wirtschaftlichen Lage. Durch den Rückgang in der Realverzinsung dieser Werte nahm der Anreiz ab, in ihnen statt in den deutschen Werten Anlage zu suchen.

Das Interesse des Publikums wandte sich hauptsächlich den bisher vernachlässigten 3%igen Papieren zu; je mehr die Bewegung fortschritt, desto mehr wurden sie gesucht. Denn das Ende des Zinsfussrückgangs war vorerst noch nicht abzusehen, solange der Geldüberfluss anhielt und die wirt-

[1] Vgl. Jahresbericht des Berliner Ältestenkollegiums, 1894, S. 277.
[2] Vgl. die Hertel'schen Kursblätter.

schaftliche Entwicklung noch keine Wendung zum Besseren nahm, und so machten sich bereits sehr früh Konversionsbefürchtungen geltend. Das Publikum zog es vor, schon jetzt bei dem verhältnismässig noch niedrigen Kursstand der 3%igen Papiere, seine 4%igen gegen 3%ige oder 3½%ige Werte einzutauschen, statt die Vornahme der Konversion abzuwarten und für kurze Zeit zwar noch einen höheren Zins zu beziehen, dann aber die niedriger verzinslichen Werte zu einem teuereren Kurse annehmen zu müssen.[1] Die 4%ige Reichsanleihe, die bis in den April 1894 den Kursaufschwung noch mitgemacht hatte (sie war von 106.80 am 30. Dezember 1893 bis auf 108.20 gestiegen), ging bis Ende Juni 1895 auf 105.50 zurück. Dagegen stieg die 3½%ige von 100.30 Ende Dezember 1893 bis auf 105.20 im Mai 1895; am 29. Juni notierte sie dann wieder nur 104.40, da auch für sie die Konversionsgefahr bereits näher rückte. Die 3%ige Reichsanleihe endlich gewann von Ende 1893 bis Mitte 1895 13,4% im Kurs; während sie sich am 30. Dezember 1893 noch mit 3,488% verzinst hatte (Kurs 86.10), betrug ihre Realverzinsung am 29. Juni 1895 nur 3,015% (Kurs 99.50).

So schien endlich Aussicht vorhanden, dass die deutschen Staatsanleihen einen ähnlich guten Kursstand erreichen würden, wie die englischen und französischen Werte.

7. Abschnitt: Die Hochkonjunktur in der zweiten Hälfte der 90er Jahre: von Mitte 1895 bis zum Frühjahr 1900.

In der zweiten Hälfte der 90er Jahre schlug die Zinsfussbewegung eine aufsteigende Richtung ein. Der Reichsbankdiskontsatz ging zwar bis 1898 im Sommer immer wieder auf 3% herunter; die Zeitdauer, während welcher dieser Satz Geltung hatte, wurde aber mit jedem Jahr kürzer. Der Jahresdurchschnittssatz stieg von 3,139% im Jahre 1895 (dieses Jahr brachte trotz des ausserordentlich flüssigen Geldstandes im ersten Halbjahr bereits eine kleine Erhöhung der Durchschnittsdiskontrate gegenüber der des Vorjahres mit 3,117%)

[1] Vgl. Jahresbericht des Berliner Ältestenkollegiums 1894, S. 280 und 1895, S. 247.

1896 auf 3,656, 1897 auf 3,806 und 1898 auf 4,267 %. Am 9. November 1898 war die Bankrate auf 5½ und am 19. November auf 6 % gestiegen. Damit war ein Satz erreicht, den die Reichsbank seit ihrem Bestehen erst zweimal (Anfang 1876 und Anfang 1882) und beide Male nur für kurze Zeit, für 15 resp. 16 Tage, hatte festsetzen müssen. Diesmal blieb der 6 %ige Diskontsatz fast zwei Monate bis zum 17. Januar 1899 bestehen. Der Höhepunkt der Entwicklung war damit aber noch nicht erreicht. Nachdem der Banksatz in den Sommermonaten bis auf 4 % gesunken war, erreichte er am 3. Oktober 1899 wieder die Höhe von 6 %, und am 19. Dezember sah sich die Reichsbankleitung genötigt, mit ihrem Satz auf 7 % heraufzugehen. Am 12. Januar 1900 wurde der Reichsbankdiskontsatz wieder auf 6 % und am 27. Januar auf 5½ % herabgesetzt.[1] Zu erwähnen ist noch, dass die Reichsbank am 2. April 1896 den Wechselankauf zum Privatsatz eingestellt und ihn seither nicht wieder aufgenommen hat.[2]

Die Bewegung der Marktdiskontsätze entsprach im Wesentlichen der des Bankdiskonts. Bemerkenswert ist jedoch, dass, während in früheren Jahren der Marktdiskont im Durchschnitt um 1 % oder noch mehr hinter dem Bankdiskont zurückblieb, die Differenz zwischen den beiden Diskontarten, in den Jahren 1896—1899 nur etwa 0,6—0,7 % betrug. Seit Oktober 1895 sank der Marktdiskont nicht mehr unter 2 %; im Jahre 1899 war der niedrigste Satz 3½ %; der höchste Satz wurde mit 6⅜ % im Dezember 1899 erreicht.[3]

Nachdem die Kurse der festverzinslichen Anlagepapiere im Juli und August 1895 noch kleine Kurssteigerungen erzielt hatten — die 3 %ige Reichsanleihe und die 3 %igen Konsols überschritten pari —, trat zunächst ein Stillstand in der Aufwärtsbewegung und bald darauf ein langsames Weichen der Kurse ein. Seit Anfang 1898 verstärkte sich der Kursfall. Bis Ende März 1900 war der Realzinsfuss auf

[1] Vgl. 1. und 2. Tabelle.

[2] Vgl. „Die Reichsbank", Tabelle 66.

[3] Vgl. „Die Reichsbank", Tabelle 68 und die 2. Tabelle im Anhang.

dem Anlagemarkt auf etwa $3^5/_8$ bis $3^3/_4$ % gestiegen; die 3%ige Reichsanleihe notierte 86.30, die $3^1/_2$%ige nur noch 96.20.[1]

Die im Vorstehenden kurz geschilderte Zinsfusssteigerung vollzog sich im Anschluss an den gewaltigen Wirtschaftsaufschwung Deutschlands in diesen Jahren. Mit dem Jahre 1895 begann eine Periode wirtschaftlicher Blüte für Deutschland, wie sie seit der Begründung des Reiches noch nicht zu verzeichnen gewesen war. Der wirtschaftliche Aufschwung war seinem Ausgangspunkte nach ganz und gar nicht spekulativer Natur, sondern durch die Steigerung des inländischen Bedarfs und durch die Zunahme der Ausfuhr hervorgerufen. Sowohl hierdurch, wie durch ihre lange Dauer unterschied sich die Bewegung vorteilhaft von der der Jahre 1871—73. Übertreibungen stellten sich erst in den letzten Jahren ein, bis endlich nach 5jährigem Andauern der Konjunktur im Jahre 1900 der Rückschlag eintrat. Den Verlauf der Bewegung und ihre Ausdehnung im Einzelnen zu schildern, ist hier nicht der Ort. Nur solche Angaben sollen zur Charakterisierung angeführt werden, die besonders geeignet sind, die eintretende Kapitalinanspruchnahme zu veranschaulichen. Am bezeichnendsten vielleicht ist die kolossale Zunahme des Wechselumlaufs. Der Betrag der in Deutschland in Umlauf gesetzten Wechsel,[2] der im Jahre 1873 die Höhe von 14,12 Milliarden Mk. erreicht gehabt hatte, hatte von da an bis Ende der 80er Jahre zwischen 11 und 13 Milliarden geschwankt und war sodann bis auf 14,748 Milliarden im Jahre 1894 gestiegen, überstieg also in diesem Jahr die 1873 erreichte Ziffer erst um 0,628 Milliarden Mk. Im folgenden Jahre kamen bereits für 15,241 Milliarden Wechsel in Umlauf, 1896 für 16,386, 1897 für 17,529, 1898 für 19,374, 1899 für 20,937 und 1900 für 23,304 Milliarden Mk. In diesen 6 Jahren trat also eine Zunahme um mehr als $8^1/_2$ Milliarden, d. i. um 58% ein.

[1] Vgl. 10. Tabelle.

[2] Vgl. „Die Reichsbank", Tabelle 55, Spalte 4. Die Ziffern sind nur annähernd richtig; die Methode, nach der sie berechnet sind, ist bereits S. 27, Anm. 2 geschildert.

Die Gründungen erfuhren wieder eine starke Zunahme. Nach dem „Deutschen Ökonomist“ [1] wurden 1894 92 Aktiengesellschaften mit zusammen 88,26 Millionen Kapital gegründet; dagegen 1899 364 Gesellschaften mit 544,39 Millionen Aktienkapital. In Wirklichkeit war aber die Zunahme der Gründungstätigkeit noch weit grösser, als es diesen Zahlen nach den Anschein hat, da in vielen Fällen der neuen, durch das Gesetz von 1892 ermöglichten Gesellschaftsform der G. m. b. H. der Vorzug vor der Aktiengesellschaftsform gegeben wurde, hauptsächlich wegen des Fehlens des Bilanzveröffentlichungszwanges, zum Teil wohl auch deswegen, weil für die Anteile einer G. m. b. H. kein Emissionsstempel zu entrichten ist. Nach den Zusammenstellungen von Wagon [2] bestanden 1900 bereits 1,077 G. m. b. H. mit 1111,32 Millionen Mk. Kapital. Drei Viertel dieser Gesellschaften waren in den vier Jahren 1897—1900 gegründet worden. Die Wertpapieremissionen in Deutschland erreichten nach dem „Deutschen Ökonomist“ [3] im Jahre 1898 die Höhe von 2407,15. 1899 die Höhe von 2611,39 Millionen Mk. (davon 37,8 resp. 43,9% deutsche Aktien) (Kurswert) gegen 1429,30 und 1374,62 Millionen (davon 8,5 resp. 27,0% deutsche Aktien) in den Jahren 1894 und 1895. Der industrielle Aufschwung führte zu namhaften Kurserhöhungen der Industrie- und Bankaktien. Die folgende Tabelle ist Helfferichs „Der deutsche Geldmarkt 1895—1902“ [4] entnommen:

	Niedrigster Kurs 1895	Höchster Kurs 1899 bezw. 1900
Gelsenkirchener Bergw.-Aktien	154.30	299.80
Bochumer Gussstahl-Aktien	134.50	287.50
Königs- u. Laurahütte-Aktien	120,—	284,—
Allgem. Elektrizitätsges.-Aktien	206.—	305.—
Siemens & Halske Aktien	—.—	199.25

[1] Vgl. 15. Tabelle.

[2] Dr. Eduard Wagon: Die finanzielle Entwicklung deutscher Aktiengesellschaften von 1870—1900 und die Gesellschaften mit beschränkter Haftung im Jahre 1900“, S. 164/65.

[3] Vgl. 14. Tabelle.

[4] A. a. O. S. 25.

	Niedrigster Kurs 1895	Höchster Kurs 1899 bezw. 1900
Hamburg-Amerika Packetfahrt-Aktien	81.50	131.80 (1901: 132.40)
Norddeutscher Lloyd-Aktien	84.75	133.—
Deutsche Bank-Aktien	170.25	216.50
Diskonto Kommandit-Anteile	195.60	203.75 [1]

Ein derartiger Wirtschaftsaufschwung mit der durch ihn bedingten Zunahme des Kapitalbedarfs musste zu einer starken Verteuerung des Kapitalleihpreises, zu einem bedeutenden Anziehen des Diskonts und zu einem Kursfall bei den festverzinslichen Papieren führen. In dem Wirtschaftsaufschwung haben wir sicher eine Hauptursache für das Steigen des Zinsfusses zu erblicken; es frägt sich nur, ob die Wirtschaftsbewegung die einzige Ursache war, oder ob nicht neben ihr noch andere Momente zinsfusssteigernd wirkten. Ausserdem ist zu prüfen, ob nicht auch Gegentendenzen vorhanden waren. Zunächst muss festgestellt werden, dass auch in den Jahren 1895—1900 Deutschland ständig mehr Gold ein- als ausführte. Nach Helfferich a. a. O. S. 7 betrug der Überschuss der deutschen Goldeinfuhr über die Ausfuhr 1895: 15,1, 1896: 29,4, 1897: 35,9 Millionen Mk., stieg dann in den folgenden Jahren, in denen erst die stärkste Zinsfusssteigerung eintrat, auf 104,4 (1898) und 135,5 Millionen Mk. (1899) und belief sich 1900 auf 127,4 Millionen. Deutschlands Goldbestand vermehrte sich insgesamt [2] 1895 um 37,9, 1896 um 47,0, 1897 um 53.4, 1898 126,5 1899 um 154.4 und 1900 um 148,5 Millionen Mk. In

[1] Die Bedeutung der Kurssteigerungen für die Zunahme des Kapitalbedarfs wird von Rudolph Eberstadt: „Der deutsche Kapitalmarkt“ weit überschätzt, wenn er beispielsweise S. 33 schreibt, dass in der Montanindustrie infolge der Kurssteigerungen der bereits 1895 vorhandenen Papiere „eine Summe von rund 700 Millionen . . . in 5¼ Jahren für spekulative Zwecke aufzubringen“ war. Er berücksichtigt hier nicht, dass doch nur ein geringer Bruchteil der Papiere wirklich zu den höchsten Kursen umgesetzt wurde.

[2] Helfferich, a. a. O. S. 10.

dieser Zunahme des Goldreichtums Deutschlands haben wir eine Erscheinung, die zweifellos der Zinsfusssteigerung, insbesondere dem Anziehen des Diskonts, entgegenwirkte, wie ja in der ersten Hälfte der 90er Jahre der Goldzufluss die Diskontsätze herabgedrückt hat.[1] Im Verhältnis zur Steigerung des Kapital- und Geldbedarfs war aber der Goldzufluss nicht gross genug, um die Bewegung der Zinssätze in erkennbarer Weise beeinflussen zu können. Nur ganz vorübergehend gewann die Goldbewegung Einfluss, aber nicht in der Richtung auf eine Ermässigung des Zinsfusses, sondern in der entgegengesetzten, nämlich im Jahre 1898, als beim Ausbruch des spanisch-amerikanischen Kriegs die Goldausfuhr eine Zeit lang stark zunahm.[2] Der Reichsbankdiskont wurde, um der Goldausfuhr entgegenzuwirken, im April von 3 auf 4 % erhöht und blieb den ganzen Sommer über auf diesem Niveau.

Die politischen Ereignisse blieben, abgesehen von der eben erwähnten Wirkung des spanisch-amerikanischen Kriegs, ohne bemerkbaren Einfluss auf die Zinsfussgestaltung. Vor allem riefen der chinesisch-japanische und der griechisch-türkische Krieg keine Anspannung auf dem Geldmarkt hervor, wenn sie vielleicht auch dazu beitrugen, den Zinsfuss hochzuhalten. Von grösserer Bedeutung für die Geldmarktgestaltung war der Transvaalkrieg; doch machten sich die Einwirkungen desselben meist erst in den Jahren 1901 ff. geltend. So vollzog sich die deutsche Zinsfussentwicklung im Wesentlichen unabhängig von den internationalen Geldmarktverhältnissen; vielmehr ist umgekehrt eine Rückwirkung der in Deutschland eintretenden Zinsfusssteigerung auf das Ausland zu konstatieren. Auch in England und Frankreich begann der Zinsfuss schon lange vor Ausbruch des Transvaalkrieges zu steigen.

Sonach erscheint bis jetzt immer noch der Wirtschaftsaufschwung als die fast ausschliessliche Ursache der gewaltigen Zinsfusssteigerung. Die Bewegung der Diskontsätze entsprach völlig der Erscheinung, dass der Kapitalbedarf

[1] Vgl. S. 50 f.

[2] Vgl. „Die Reichsbank", S. 174.

der Volkswirtschaft immer im letzten Quartal am grössten, in den Sommermonaten am geringsten ist. Und auch in ihrer Gesamtheit verlief die Zinsfussbewegung ganz parallel der Wirtschaftsbewegung. Wie der Wirtschaftsaufschwung nur zögernd einsetzte und erst seit 1898 zur vollen Entfaltung kam, so begann auch die Zinsfusssteigerung langsam, um erst seit 1898 in rascherer Progression fortzuschreiten. Neben dem Wirtschaftsaufschwung wirkte aber doch noch ein anderes Moment zinsfusssteigernd: die deutsche Börsengesetzgebung. Das Börsengesetz von 1896 verbot[1] den Terminhandel in Anteilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen und erschwerte ihn auch in den anderen Werten durch Zulassung des Differenzeinwandes für und gegen die nicht im Börsenregister eingetragenen Personen. Dadurch wurde der Wertpapierumsatz in weitgehendem Masse vom Termin- auf den Kassamarkt gedrängt. Der Kassahandel erfordert aber viel mehr Umsatzmittel als der Terminhandel, bei dem nur die Differenzen an den Stichtagen wirklich zur Auszahlung gelangen. So trat eine verstärkte Geldinanspruchnahme ein. Das Börsengesetz wirkte also zunächst auf ein Anziehen der Diskontsätze, indirekt aber auch auf eine allgemeine Zinsfusssteigerung hin. Eine andere Folgeerscheinung des Börsengesetzes drückte direkt die Kurse der festverzinslichen Anlagepapiere. Früher hatte das Publikum vielfach zum Ankauf von Aktien Kredit beim Bankier in Anspruch genommen, wobei die beim Bankier deponierten festverzinslichen Werte als Sicherheit dienten. Das Börsengesetz machte derartige Transaktionen unmöglich, da die hinterlegten Wertpapiere gegenüber dem Differenzeinwand keine Sicherheit mehr boten. Dadurch waren viele Kapitalisten gezwungen, festverzinsliche Werte zu veräussern, wenn sie Aktien kaufen wollten. Ungünstig für die Kursentwicklung der festverzinslichen Werte war es auch, dass infolge der Börsengesetzgebung und der hohen Umsatzsteuern die Umsätze zurückgingen.[2] Für das Mass, in dem durch

[1] Vgl. Börsengesetz § 50,2.

[2] Nach der Verdoppelung der Stempelsätze im Jahre 1894 hatte der Ertrag des Umsatzstempels 1894 und 1895 tatsächlich stark zugenommen, ging aber dann trotz der aufsteigenden Konjunktur zurück. Vgl. Alfred Meyer: „Die deutschen Börsensteuern“ S. 69.

alle diese Folgen des Börsengesetzes der Zinsfuss gesteigert wurde, lassen sich keine ziffernmässigen Nachweise erbringen; es lässt sich nicht feststellen, in wie weit das Steigen des Zinsfusses lediglich dem Wirtschaftsaufschwung und in wie weit der Börsengesetzgebung zuzuschreiben ist. Jedenfalls aber muss daran festgehalten werden, dass das Börsengesetz zu der geschilderten Entwicklung beigetragen hat.

Die Ursachen für die Zinsfusssteigerung auf dem Diskontmarkt und auf dem Wertpapiermarkt waren dieselben; aber wie die Übersicht am Anfang dieses Abschnitts ergiebt, war das Mass der Zinsfusssteigerung recht verschieden. Dass die Diskontsätze weit höher stiegen als der Wertpapierzinsfuss entspricht der Natur der beiden Zinsarten. Die flüssigen Gelder sind ihrer Menge nach weit geringer als die Anlagekapitalien. Eine Verschiebung zwischen Angebot und Nachfrage muss daher auf den Geldmarktzinsfuss ungleich stärker wirken als auf die Verzinsung der Anlagewerte. Während nun aber ein niedriger Diskontsatz leicht auf den Zinsfuss am Kapitalmarkt zurückwirken kann, indem die flüssigen Gelder ganz gut zeitweise auch in Wertpapieren angelegt werden können, ist umgekehrt eine Ausgleichung des niedrigeren Wertpapierzinsfusses und des vorübergehend höheren Dikontsatzes durch Zufluss von Mitteln aus dem Wertpapiermarkt zum Diskontenmarkt nur in sehr beschränktem Masse möglich, nur insoweit, als in früherer Zeit sich flüssige Mittel der Anlage in Wertpapieren zugewandt haben. Für die eigentlichen Anlagekapitalien wäre ein Übergang zum Wechselankauf nur dann rentabel, wenn ein längeres Hochbleiben des Diskonts mit Sicherheit zu erwarten wäre, und wenn gleichzeitig mit Sicherheit darauf gerechnet werden könnte, später wieder festverzinsliche Werte zu nicht höherem Kurse kaufen zu können. Selbst wenn aber diese Voraussetzungen der Rentabilität vorhanden wären, würde einem Kapitalabstrom aus dem Wertpapiermarkt zum Diskontenmarkt immer die Tatsache entgegenstehen, dass die Kapitalisten, die ihre Ersparnisse gewöhnlich in festverzinslichen Wertpapieren anlegen, nicht die nötigen Kenntnisse und Erfahrungen besitzen, um sich ohne zu grosses Risiko dem Wechseldiskontieren zuwenden

zu können. Das Steigen des Wertpapierzinsfusses in Zeiten des Wirtschaftsaufschwungs ist daher nur zum kleinsten Teil auf das Anziehen der Geldsätze zurückzuführen, in der Hauptsache auf die zunehmende Rentabilität der Industriewerte und die dadurch eintretende Bevorzugung dieser Werte durch das Publikum. Immerhin bleibt es jedoch bemerkenswert, dass die Diskontsätze selbst am offenen Markt von September 1898 an andauernd höher waren, als der Realzinsfuss der Anlagepapiere.

8. Abschnitt: Die jüngste Vergangenheit; von 1900—1903.

Bis in den Hochsommer 1900 sanken die Kurse der festverzinslichen Anlagewerte noch weiter; der Realzinsfuss stieg bis auf etwa $3^3/_4$%. Im letzten Quartal des Jahres 1900 begann dann aber ein langsames Fallen des Zinsfusses, das sich bis in den Sommer 1902 hinein fortsetzte. In dieser Zeit stiegen die 3%igen Papiere um etwa 7—8% im Kurs. Die $3^1/_2$%igen Werte erzielten meist einen etwas grösseren Kursgewinn; sie, die bis zu einem Kurs von 91—93 gefallen waren, überschritten zum grössten Teil pari, teilweise bereits im Jahre 1901. Somit war der Realzinsfuss auf dem Anlagemarkt im Sommer 1902 wieder auf etwas unter $3^1/_2$% gefallen. In den folgenden $1^1/_2$ Jahren wichen die Kurse wieder ein wenig und zwar die der 3%igen Werte stärker als die der $3^1/_2$%igen.[1]

Der Reichsbankdiskontsatz war bis zum 12. Juli 1900 $5^1/_2$%, vom 13. Juli bis zum 25. Februar 1901 5%. Am 26. Februar 1901 wurde der Bankdiskont auf $4^1/_2$, am 22. April auf 4 und am 18. Juni auf $3^1/_2$% ermässigt, jedoch am 23. September wieder auf 4% heraufgesetzt. Im folgenden Jahr war die Bankrate nur in der ersten Januarhälfte und im letzten Quartal 4%, dagegen vom 18. Januar bis 10. Februar $3^1/_2$ und vom 11. Februar bis 3. Oktober nur 3%. Das Jahr 1903 endlich brachte wieder ein leichtes Anziehen des Diskonts; lediglich vom 11. Februar bis 6. Juni galt ein Satz

[1] Vgl. 11. Tabelle.

von $3^1/_2$%, sonst durchweg ein solcher von 4%. Als Durchschnittssätze ergeben sich: für 1900 $5^1/_3$%, für 1901 4,096%, für 1902 3,321% und für 1903 3,839%.[1]

Die Marktdiskontsätze sanken ebenfalls bis 1902 und zwar von durchschnittlich 4,405% im Jahre 1900 auf 3,057 im Jahre 1901 und 2,185% im Jahre 1902, um dann im Jahre 1903 wieder auf 3,002% zu steigen. Der niedrigste Satz, der vorkam, war $1^1/_2$% (im März, April, Juli und August 1902), der höchste $5^1/_8$% (im Juni 1900); der höchste im Jahre 1903 erreichte Satz war $3^7/_8$% (Ende September).[2]

Im Verlauf des Jahres 1900 kam die Aufwärtsbewegung der deutschen Volkswirtschaft ins Stocken. Im Sommer trat der Rückschlag an der Börse ein; im Oktober erfolgte die Zahlungseinstellung der Preussischen Hypotheken-Aktienbank und der Deutschen Grundschuldbank (Spielhagen-Banken), im Mai des folgenden Jahres der Pommernbankkrach und im Juni 1901 der Zusammenbruch der Dresdner Kreditanstalt und der Leipziger Bank. Bis in das Jahr 1902 hinein dauerten die Erschütterungen der deutschen Volkswirtschaft an; zunächst trat dann Abspannung ein; doch brach sich bereits im Jahre 1903 mehr und mehr die Überzeugung Bahn, dass der Tiefpunkt des wirtschaftlichen Niedergangs überwunden sei.

Der Kursfall der Dividendepapiere im Sommer und Herbst 1900 wird durch folgende Zahlen veranschaulicht.[3]

Kurs am	31. März	31. Juli	31. Dezember
Allgem. Elektr. Gesellsch.	254.60	225.50	195.75
Siemens & Halske	176,50	167.50	155.—
Bochumer Gussstahl	281.40	195.50	175.30
Laurahütte	283.25	213.25	194.30
Harpener	234.80	185.75	168.40
Berliner Handelsgesellsch.	171.70	148.30	147.90
Deutsche Bank	205.60	189.40	196.90
Diskonto-Kommandit	197.50	175.10	176.20
Dresdner Bank	159.90	148.40	145.—

[1] Vgl. 1. und 2. Tabelle.

[2] „ 2. Tabelle und die Börsenkalender der Frkfter. Ztg. für diese Jahre.

[3] Nach dem Hertel'schen Kursblatt; vgl. auch Helfferich: „Der deutsche Geldmarkt" a. a. O. S. 25.

Die Abwicklung der Engagements führte noch zu grossen Kapitalanspannungen. Infolgedessen stieg noch den ganzen Sommer über der Zinsfuss auf dem Wertpapiermarkt; die festverzinslichen Papiere wurden in die Baisse der Dividendepapiere hineingezogen. Auf dem Geldmarkt waren dagegen die höchsten Sätze bereits um die Jahreswende 1899 auf 1900 erreicht. Dies zeitliche Auseinanderfallen des Höhepunktes der Bewegung bei den beiden Zinsarten ist aber nur ein scheinbares, dadurch hervorgerufen, dass die Diskontsätze, wie schon mehrfach hervorgehoben, in Zeiten steigender Zinsfussbewegung immer gegen Jahresschluss am höchsten sind. Vergleicht man die Diskontsätze des Jahres 1900 mit denen des Jahres 1899[1], so ergiebt sich, dass sie bis Anfang August noch höher waren als zur entsprechenden Zeit des Vorjahres, dass also unter Berücksichtigung der Jahreszeit der Umschwung auf dem Diskontenmarkt auch erst im Hochsommer 1900 eintrat.

Nachdem die ersten Erschütterungen an der Börse vorüber waren, setzte in den letzten Monaten 1900 die Zinsfussentwicklung ein, die sich immer während einer wirtschaftlichen Niedergangsperiode einstellt: der Zinsfuss begann zu sinken. Auf dem Geldmarkt brachte zwar das letzte Quartal wieder grosse Anspannungen, teils infolge des Zusammenbruchs der Spielhagen-Banken, teils infolge der durch die chinesischen Wirren an den Geldmarkt gestellten Ansprüche.[2] Trotzdem waren die Diskontsätze erheblich niedriger, als in der gleichen Zeit des Vorjahres. Zum grossen Teil ist dies dem Vorgehen der Reichsbank zu verdanken, die in richtiger Erkenntnis ihrer Aufgabe, der deutschen Volkswirtschaft durch möglichst billigen Kredit über die schwierige Situation hinwegzuhelfen, keine Diskonterhöhung eintreten liess, obwohl die Gesamtanlage am 31. Dezember mit 1319 Millionen Mk. noch um 68 Millionen höher war als im Vorjahr[3] und der durch den Barvorrat ungedeckte Notenumlauf mit 649,3 Millionen den ungedeckten Notenumlauf am gleichen Tage des Vorjahres

[1] Vgl. 1. und 2. Tabelle und „Die Reichsbank", Tabelle 68.

[2] Vgl. Helfferich, a. a. O. S. 74.

[3] Vgl. „Die Reichsbank", Tabelle 62, Spalte 10.

um 18,3 Millionen überstieg, freilich hinter dem höchsten Betrag des ungedeckten Notenumlaufs im Vorjahre (am 30. September) um 15,3 Millionen zurückblieb.[1] Günstig für die Gestaltung der Geldmarktverhältnisse, wie für die Kursentwicklung der festverzinslichen Papiere war es auch, dass die Reichsfinanzverwaltung sich entschloss, um den deutschen Markt nicht zu sehr zu belasten, die Mittel zur chinesischen Expedition durch Begebung von 80 Millionen Mk. 4% iger Schatzanweisungen in Amerika aufzubringen.[2]

Das Sinken des Zinsfusses in den folgenden 1½ Jahren wird durch den wirtschaftlichen Niedergang genügend erklärt. Die Zusammenbrüche im Jahre 1901 führten freilich noch zu manchen Schwierigkeiten auf dem Geldmarkt. Am kritischsten war die Lage nach dem Leipziger Bankkrach in der letzten Juniwoche. Eine Kreditkrise grössten Massstabes schien bevorzustehen; das Misstrauen zog immer weitere Kreise; jede Bank musste auf Stärkung ihrer Barmittel bedacht sein. Diese schwierige Lage kam jedoch in der Bewegung der Marktdiskontsätze fast gar nicht zum Ausdruck: der Marktdiskont stieg kaum nennenswert; die Wirkung der Krise war vielmehr die, dass nur noch die wenigsten Wechsel am offenen Markt untergebracht werden konnten. Fast der ganze Kreditbedarf sah sich an die Zentralbank verwiesen. Durch das tatkräftige Eingreifen der Reichsbank wurde die schwierige Situation glücklich überwunden;[3] in der einen Woche vom 23. zum 30. Juni vermehrte sie ihre Anlagen von 851,183 auf 1173,934 Millionen Mk. An Metall und Noten gab die Reichsbank in dieser Woche für 392,226 Millionen Mk. in den Verkehr ab.[4] Dabei glückte es der Bankleitung, den erst wenige Tage vorher auf 3½% ermässigten Diskontsatz nicht erhöhen zu müssen, und dadurch wurde das Zurückkehren normaler Zustände wesent-

[1] Vgl. „Die Reichsbank", Tabelle 21, Spalte 27 und 28.
[2] „ Helfferich, a. a. O. S. 74.
[3] „ „ „ „ „ „ 77.
[4] Vgl. Verwaltungsbericht der Reichsbank, 1901, Zusammenstellung der veröffentlichten Wochenübersichten S. 74 und 75.

lich erleichtert. So ging selbst diese schwere Erschütterung vorüber, ohne zu neuer Zinsfusssteigerung zu führen.

Etwa von Mitte 1902 an schlug die Zinsfussbewegung wieder eine langsam steigende Richtung ein. Auf den Geldmarkt wirkten vor allem die englischen Verhältnisse ein. Die Aufbringung der Anleihen zur Bestreitung der Kosten des Transvaalkrieges nahm den englischen Markt so sehr in Anspruch, dass der Diskont hochgehalten wurde. Während des ganzen Jahres 1902 und besonders im ersten Halbjahr 1903 war der Geldstand in Deutschland flüssiger als in England. Dies führte zur Anlage deutscher Gelder in England und dadurch schliesslich zu einem Anziehen der deutschen Diskontsätze[1]. Von Mitte 1903 wirkte dann die Besserung der Wirtschaftslage auf den Geldmarkt ein. Die in England angelegten Gelder fehlten jetzt und so stiegen nunmehr die deutschen Diskontsätze über die englischen. Zu dieser Gestaltung des Geldmarktes trug auch die Kraftlosigkeit der deutschen Börsen bei, die, wie heute klar festgestellt ist,[2] im Wesentlichen eine Folge der Börsengesetzgebung ist.

Ebenfalls im Zusammenhang mit der Schwäche der deutschen Börsen steht es, dass die allerdings beträchtlichen Emissionen festverzinslicher Papiere sehr bald zu einer Übersättigung des Wertpapiermarktes und zu einem Weichen oder mindestens zu einem Aufhören des Steigens der Kurse führen konnten. Es wurden nämlich 1901 für 1217,75 Millionen Mk. (Kurswert) inländische festverzinsliche Papiere emittiert, 1902 für 1310,38 und 1903 für 1157,81 Millionen Mk. Dazu kamen ausländische festverzinsliche Papiere für 199,18 resp. 438,88 resp. 208,28 Millionen Mk.[3] Allein an 3%iger deutscher Reichsanleihe wurden in den drei Jahren 1901—1903 705 Millionen Mk. nominal (Emissionskurswert 632,57 Millionen) emittiert. Gerade bei der deutschen Reichsanleihe trat die Übersättigung des Marktes deutlich zu Tage. Die jüngste Emission von 290 Millionen Mk. hatte scheinbar

[1] Vgl. Helfferich, a. a. O. S. 79.

[2] Vgl. z. B. die Verhandlungen der deutschen Bankiertage in Frankfurt a. M. und Berlin und die diesbez. Denkschrift des Centralverbandes des deutschen Bank- und Bankiergewerbes.

[3] Vgl. 14. Tabelle.

einen glänzenden Erfolg. Bei der Subskription am 17. April 1903 wurde der aufgelegte Betrag etwa 47 fach gezeichnet. Die dauernde Plazierung gelang aber nicht. Kaum einen Monat nach der Subskription fiel der Kurs unter den Emissionskurs. Dieser Kursrückgang hat zu lebhaften Erörterungen geführt, hauptsächlich darüber, warum die deutschen Staatsanleihen einen schlechteren Kurs haben als die englischen und französischen.[1] Diese Erörterungen fallen indess ausserhalb des Rahmens unserer Betrachtungen. Hier war der Kursfall der deutschen Reichsanleihe nur zu erwähnen als eine Teilerscheinung der allgemeinen Zinsfussentwicklung. Seit September 1903 erholten sich die Kurse ein wenig; doch war die inzwischen eingetretene Besserung der Wirtschaftslage dieser Kursentwicklung nicht günstig.

Die vorstehenden Ausführungen sind nur ein Versuch das seit Mitte 1902 neuerdings eingetretene Steigen des Zinsfusses zu erklären. Eine völlig befriedigende Erklärung lässt sich zur Zeit (Sommer 1904) noch nicht geben, da wir noch mitten in der Entwicklung stehen.

II. Die Entwicklung des Hypothekenzinsfusses von 1870–1903.

In der Einleitung zum 1. Band seines Werkes über die deutschen Hypothekenbanken[2] schreibt Felix Hecht auf S. XXXII f. „Bereits an anderer Stelle ist darauf hingewiesen worden, dass ein derartiges Werk für manche bisher als unlösbar betrachtete Frage die Lösung bietet, so beispielsweise für die Statistik des Hypothekenzinsfusses, denn schliesslich darf man annehmen, dass die Bedingungen, unter denen die Bodenkreditinstitute Hypothekendarlehen gewähren, eben durchaus dem landesüblichen Hypothekenzinsfuss entsprechen.

[1] Vgl. insbesondere: Ludwig Delbrück: „Reichs- und Staatsanleihen“ im Juniheft 1904 der Preussischen Jahrbücher.

[2] F. Hecht: Die Organisation des Bodenkredits in Deutschland. II. Die deutschen Hypothekenbanken, 1. Band: Die Statistik der deutschen Hypothekenbanken.

Die Höhe des Hypothekenzinsfusses aber lässt sich, wenn auch meist nicht direkt aus den Geschäftsberichten der Institute, so doch aus der Höhe des Pfandbriefzinses annähernd berechnen. Bei den Pfandbriefinstituten im engeren Sinn, also denjenigen Instituten, welche die Valuta der Darlehen in Pfandbriefen auszahlen, ist die Höhe des Hypotheken- und Pfandbriefzinsfusses identisch, und es ist nur der Begebungskurs der Pfandbriefe zu berücksichtigen. Bei denjenigen Bodenkreditinstituten aber, die ihre Darlehen in bar auszahlen, darf die Spannung zwischen Hypotheken- und Pfandbriefzins auf $^1/_4$—$^1{}_2\%$ für die Regel angenommen werden, was übrigens vielfach aus den organischen Satzungen der Institute ersichtlich ist.“ Nach der hier angedeuteten Methode habe ich die Hypothekenzinsfussbewegung bei den zwei grössten Hypothekenbanken Deutschlands zu ermitteln gesucht, bei der Bayrischen Hypotheken- und Wechselbank und bei der Preussischen Central-Bodenkredit-Aktiengesellschaft. Aus den Jahresberichten beider Banken geht hervor, welcher Pfandbrieftypus in den einzelnen Jahren die Grundlage des Geschäftes bildete. Die Bayrische Hypotheken- und Wechselbank gewährt ihre Hypothekendarlehen zu einem Zinsfuss, der den Nominalzinsfuss der Pfandbriefe, auf Grund derer die Darlehen gegeben werden, um $^1/_2\%$ übersteigt. Die Preussische Central-Bodenkredit-Aktiengesellschaft berechnet ihren Schuldnern dieselbe Zinsquote, die sie selbst zur Verzinsung der der Darlehensgewährung zu Grunde liegenden Pfandbriefe aufzuwenden hat; dazu kommt aber $^1/_4\%$ Verwaltungskostenbeitrag, der sich für die Schuldner natürlich als ein Teil des Zinses darstellt. Um zu ermitteln, wieviel die Schuldner wirklich zur Verzinsung der Darlehen aufzuwenden haben, muss dann noch der Kurs der betreffenden Pfandbriefkategorie berücksichtigt werden. Solange nämlich die Pfandbriefe unter pari stehen, erhalten die Schuldner entweder nicht die volle Darlehensvaluta, sondern nur einen dem Kurs der Pfandbriefe entsprechenden Prozentsatz oder es wird — und dies kommt im Resultat ziemlich auf dasselbe heraus —, soweit es sich um Amortisationsdarlehen handelt, die Amortisation um einige Jahre hinausgeschoben,

so dass in den ersten Jahren ein um die Amortisationsquote (in der Regel $^1/_2$%) höherer Zins zu zahlen ist. Um den Realzinsfuss der Hypotheken zu erhalten, müssen wir also den nominellen Zinsfuss in Beziehung setzen zum Kurs der Pfandbriefe. Stehen dagegen die Pfandbriefe über pari, so ist das Ergebnis einer in gleicher Weise erfolgenden Berechnung nur unter der Voraussetzung richtig, dass das Kursagio den Schuldnern voll zu Gute kommt. Dass dies sicher nicht immer der Fall ist, wurde bei Aufstellung der Tabellen in der Weise berücksichtigt, dass die durch Inbeziehungsetzen von nominellem Zinsfuss mit über pari stehenden Pfandbriefkursen berechneten Prozentziffern nur als untere Grenzwerte angeführt wurden, bis zu denen der Realhypothekenzinsfuss in den betreffenden Jahren sinken konnte. All diese Berechnungen geben natürlich, wie auch aus den oben zitierten Ausführungen Hechts hervorgeht, keine absolut richtigen Zahlen, sondern nur Annäherungswerte.

Die Bayrische Hypotheken- und Wechselbank legt ihre Pfandbriefe nicht zu öffentlichen Subskriptionen auf, sondern verkauft sie freihändig. Den Berechnungen[1] ist daher der Durchschnittskurs der Pfandbriefe zu Grunde gelegt (Durchschnittskurs aus den Endkursen der einzelnen Monate[2]). Bis zum Jahre 1885 wurden alle Hypothekendarlehen der Bayrischen Hypotheken- und Wechselbank auf Grund 4% iger Pfandbriefe gewährt[3]; die Schuldner hatten also nominell $4^1/_2$% Zinsen zu zahlen. In Wirklichkeit aber war der Realzinsfuss der bis zum Jahre 1881 gewährten Darlehen durchweg höher als $4^1{}_2$%, da erst in diesem Jahre die Pfandbriefe über pari stiegen. Im Kriegsjahr 1870 betrug der Realzinsfuss der Hypothekendarlehen etwas über 5%. Von da sank er bis 1874 auf etwas unter $4^3{}_4$%; in den folgenden Jahren machte er eine kleine Steigerung durch,

[1] Vgl. 12. Tabelle.

[2] Die Monatsschlusskurse sind von Hecht a. a. O. S. 134 und 135 bis 1899 inkl. angeführt; für die Jahre 1900—1903 wurde den Berechnungen das Frankfurter Kursblatt zu Grunde gelegt.

[3] Vgl. die Rechenschaftsberichte der Bayrischen Hypotheken- und Wechselbank.

ging jedoch im Jahre 1878 wieder auf etwa 4,77 und 1879 auf etwa 4,64% zurück. Im Jahre 1881 sank dann der Hypothekenzinsfuss auf 4½%. Im Jahre 1885 gab die Bayrische Hypotheken- und Wechselbank erstmals 3½%ige Pfandbriefe aus; bis 1889 bildete diese Pfandbriefkategorie die Geschäftsbasis. Zur Verzinsung der in diesen Jahren gewährten Darlehen mussten zwischen 4,13 und 4,03% aufgewandt werden. 1890 sah sich die Bank genötigt, wieder 4%ige Pfandbriefe auszugeben; der Hypothekenzinsfuss stieg infolgedessen auf 4,45—4,5%. Erst 1893 konnte die Bank zum 3½%igen Pfandbrieftypus zurückkehren. Von 1895—1897 standen die 3½%igen Pfandbriefe über pari, so dass die Grundeigentümer tatsächlich gegen nicht mehr als 4% Zins Hypothekendarlehen erhalten konnten. Im Jahre 1898 stieg der Realhypothekenzinsfuss neuerdings über 4%, und er erreichte 1900 auf Grund neu emittierter 4%iger Pfandbriefe die Höhe von 4½%. Das Jahr 1902 brachte dann wieder eine bedeutende Ermässigung des Zinsfusses: Es konnten wieder Darlehen auf der Basis 3½%iger Pfandbriefe gegeben werden; diese Darlehen erforderten etwa 4,09% zur Verzinsung und die im Jahre 1903 gewährten durchschnittlich nur noch 4,03%.

Ganz ähnlich verlief die Bewegung der Hypothekenzinssätze bei der Preussischen Central-Bodenkredit-Aktiengesellschaft. Diese Bank legt ihre Pfandbriefe grossenteils zur öffentlichen Subskription[1] auf. Ausser den Begebungskursen bei den öffentlichen Subskriptionen mussten jedoch zur Vervollständigung der Tabelle auch die Durchschnittskurse[2] der Pfandbriefe berücksichtigt werden, da in verschiedenen Jahren keine Subskriptionen stattgefunden haben. Im Jahre 1870 (dem Gründungsjahr der Bank) hatten die Darlehensnehmer auf Grund 5%iger Pfandbriefe[3] nominell, und da die Pfandbriefe auf pari standen auch effektiv 5¼%

[1] Vgl. Hecht a. a. O. S. 576 nach den Angaben der Festschrift der Bank, S. 18.

[2] Monatsschlusskurse von 1870—1899 bei Hecht, a. a. O. S. 594 ff. Für die übrigen Jahre wurde der Hertel'sche Kurszettel benutzt.

[3] Vgl. die Jahresberichte der Preussischen Central-Bodenkredit-Akt.-Ges.

Zinsen zu zahlen. Von 1871—1878 bildeten teils 5, teils $4^1/_2$%ige Pfandbriefe die Grundlage des Hypothekengeschäfts der Preussischen Central-Bodenkredit-Aktiengesellschaft. Im Jahre 1879 wurden alle Darlehen auf Grund $4^1/_2$%iger Pfandbriefe gewährt; bis zu diesem Jahre war der effektive Hypothekenzinsfuss auf $4^3/_4$% zurückgegangen. Im folgenden Jahre gab die Bank 4%ige Pfandbriefe aus und berechnete daher von jetzt an ihren Schuldnern nominell nur noch $4^1/_4$% Zinsen. In Wirklichkeit aber sank der Zinsfuss erst im Jahre 1884 auf $4^1/_4$% herab. 1886 ging die Bank zur Ausgabe $3^1/_2$%iger Pfandbriefe über. Die auf Grund dieser Pfandbriefe gewährten Darlehen erforderten zur Verzinsung anfangs $3^7/_8$%, im Jahre 1889 nur noch wenig über $3^3/_4$%. Viele ältere Amortisationsdarlehen wurden auf $3^3/_4$% Nominalzins konvertiert. Anfang der 90er Jahre machte sich auch bei der Preussischen Central-Bodenkredit-Aktiengesellschaft ein Anziehen des Zinsfusses bemerkbar. Vom Juli 1890 bis Anfang 1894 wurden die Darlehen wieder auf Grund 4%iger Pfandbriefe gegeben. 1894 kehrte die Bank zur Ausgabe $3^1/_2$%iger Pfandbriefe zurück; der in diesem Jahr noch etwa $3^7/_8$%ige Realhypothekenzinsfuss sank in den folgenden Jahren auf $3{,}69—3^3/_4$%. In den Jahren 1899—1903 gab die Bank dann wieder 4%ige Pfandbriefe aus; der Realhypothekenzinsfuss erreichte im Jahre 1901 mit etwas über $4^1/_4$% seinen höchsten Stand. Sodann begann der Zinsfuss zu sinken und im Jahre 1903 konnte die Preussische Central-Bodenkredit-Aktiengesellschaft neben Neuemissionen 4%iger Pfandbriefe auch wieder mit der Emission $3^1/_2$%iger Pfandbriefe vorgehen.

Bei den von den genossenschaftlichen Kreditinstituten gewährten Hypothekendarlehen machte die Zinsfussbewegung ähnliche Schwankungen durch, wie bei den von den Hypothekenbanken gewährten Darlehen. Nur war der Zinsfuss bei ihnen durchweg um $^1/_4—^1/_2$% niedriger als bei den Hypothekenbanken, da sie ja keinen Gewinn erstreben. (Vergl. die Kursbewegung der landschaftlichen Pfandbriefe in den Tabellen 3—11. Der Realzinsfuss der Pfandbriefe ist zugleich der Realhypothekenzinsfuss.)

Dass Hechts Annahme, dass „die Bedingungen, unter denen die Bodenkreditinstitute Hypothekendarlehen gewähren, eben durchaus dem landesüblichen Hypothekenzinsfuss entsprechen", dass diese Annahme Hechts richtig ist, ergiebt sich aus den mir zugegangenen Mitteilungen von Hypothekenämtern. (Solche Mitteilungen habe ich leider nicht in genügender Anzahl erhalten, um eine Ergänzung zu Kahns Tabellen geben zu können.) Bei den von Privaten gewährten ersten Hypothekardarlehen hatte der Zinsfuss zu Beginn der 70er Jahre regelmässig $4^1/2$—5%, häufig auch mehr betragen[1]; bis Mitte der 80er Jahre ging er meist auf 4—$4^1/_2\%$ zurück. In den folgenden 10 Jahren traten keine grossen Veränderungen ein; gewöhnlich fand noch eine geringe Ermässigung statt. Von einem Steigen zu Beginn der 90er Jahre wird nur in wenigen Fällen berichtet. In der zweiten Hälfte der 90er Jahre setzte eine steigende Bewegung ein; der Zinsfuss erhöhte sich allgemein um $^1/_4$—$^1/_2\%$, also wo er, wie in Hamburg und auf den ritterschaftlichen Gütern in Mecklenburg, bereits auf $3^1/_2\%$ gesunken war, bis auf $3^3/_4$ und 4, meist von 4 auf $4^1/_4$ und $4^1/_2\%$. Der Höhepunkt wurde in der Regel 1901 oder 1902 erreicht. Das Jahr 1903 brachte gewöhnlich wieder eine Ermässigung des Zinsfusses.

Wenn wir das Gesagte zusammenfassen, so ergiebt sich: Die Hypothekenzinsfussbewegung war mit Ausnahme der Jahre 1890—1892 von 1870 bis 1895/96 eine fallende. Der Zinsfuss ging von etwa 5—$5^1/_4\%$ auf $3^3/_4$—4% zurück. Ende der 90er Jahre begann die Hypothekenzinsfussbewegung eine steigende Richtung einzuschlagen, bis der Zinsfuss zu Beginn des neuen Jahrhunderts um etwa $^1/_2\%$ höher war als 1895/96. In den letzten Jahren machte sich dann wieder ein Sinken des Zinsfusses bemerkbar.

Diese Entwicklung des Hypothekenzinsfusses entspricht im Wesentlichen den in den früheren Abschnitten geschilderten Bewegungen des Wertpapierzinsfusses und des Diskonts. Der Parallelismus in der Bewegung hängt damit zusammen, dass

[1] Vgl. Kahn: „Geschichte des Zinsfusses in Deutschland" S. 236 ff.

die Befriedigung des Grundkreditbedarfs, wenigstens insoweit es sich um erste Hypothekardarlehen handelt, in den letzten Jahrzehnten mehr und mehr auf die grossen Grundkreditinstitute übergegangen ist. Da die Landschaften wie die Hypothekenbanken ihre Darlehen teils in Pfandbriefen, teils auf Grund von Pfandbriefen gewähren, wurde durch die Entwicklung dieser Institute die Hypothekenzinsfussbewegung in feste Verbindung zur Bewegung des Realzinsfusses der festverzinslichen Anlagewerte gesetzt. Dadurch hat der Hypothekenmarkt in weitgehendem Masse seine frühere Selbständigkeit verloren; er ist vom Wertpapiermarkt abhängig geworden[1]. Alle Vorgänge, die die Kurse der festverzinslichen Anlagewerte beeinflussten, beeinflussten damit indirekt auch den Hypothekenzinsfuss. Dabei hinkte aber die Hypothekenzinsfussbewegung der Bewegung des Wertpapierzinsfusses gewöhnlich um einige Zeit nach. In den Jahren 1889 ff. trat der Kursfall und damit das Steigen des Realzinsfusses auf dem Wertpapiermarkt hauptsächlich im Jahre 1890 ein; dagegen kam das Steigen des Hypothekenzinsfusses erst im Jahre 1891 voll zur Geltung. Ebenso war es um die Jahrhundertwende. Der Hypothekenzinsfuss erreichte erst gegen Ende 1900 und im Jahre 1901 seinen Höhepunkt, als auf dem Wertpapiermarkt bereits der Umschwung eingetreten war. Diese Erscheinung rührt daher, dass der Hypothekenzinsfuss grössere Veränderungen erst dann erfährt, wenn die Hypothekenbanken zu einem anderen Pfandbrieftypus übergehen. Das tun sie aber selbstverständlich nicht auf Grund momentaner Marktverhältnisse, sondern erst dann, wenn die Bewegung, sei es das Fallen, sei es das Steigen der Kurse, einige Zeit angedauert hat und deswegen der Übergang zu

[1] Freilich beeinflusst umgekehrt der Grundkreditbedarf die Gestaltung des Zinsfusses auf dem Kapitalmarkt (vgl. Rudolph Eberstadt: „Der deutsche Kapitalmarkt"), indem die Pfandbriefemissionen die Kapitalnachfrage stark vermehren; trotzdem ist es richtig von einer Abhängigkeit des Hypothekenmarktes vom Kapitalmarkte und nicht umgekehrt von einer Abhängigkeit des Kapitalmarktes vom Hypothekenmarkte zu reden, da die Zinsfussbildung auf dem Kapitalmarkt vor sich geht und der hier gebildete Zinsfuss massgebend ist für den Hypothekenzinsfuss.

einer anderen Pfandbriefkategorie notwendig (beim Steigen des Zinsfusses) oder wenigstens nützlich (beim Sinken des Zinsfusses) erscheint.

Noch eine andere wichtige Folge für die Zinsfussgestaltung hat das Hypothekenbanksystem: es ist dies die Ausgleichung des Hypothekenzinsfusses über das ganze Land hin. Früher, als das Hypothekengeschäft noch völlig in der Hand von Privatleuten lag, war der Grundbesitzer zur Befriedigung seines Kreditbedürfnisses auf die in der Nähe wohnenden Kapitalisten angewiesen, und die Darlehensbedingungen wurden in jedem einzelnen Fall vom Darlehensnehmer mit dem Darlehensgeber vereinbart. Unter diesen Umständen konnte der Hypothekenzinsfuss in den einzelnen Landesteilen, ja innerhalb derselben Provinz an verschiedenen Orten recht verschieden sein. Heute dagegen werden die Hypothekenkreditgeschäfte auf Grund der allgemeinen Bedingungen der Hypothekenbanken abgeschlossen; die Verzinsungsbedingungen der einzelnen Hypothekenbanken sind aber im grossen Ganzen die gleichen; darauf wirkt die Konkurrenz hin, die die Banken in dem Streben, ihren Geschäftskreis immer weiter auszudehnen, sich gegenseitig machen. Während nach den von Kahn zusammengestellten Tabellen[1] in der ersten Hälfte des vergangenen Jahrhunderts der Hypothekenzinsfuss in manchen Gegenden Deutschlands um $1^1/_2$—2% und manchmal sogar noch mehr höher war, als zur gleichen Zeit in anderen Gegenden, zeigt heute der Zinsfuss für erste Hypotheken keine grosse Verschiedenheiten (höchstens $^1/_2$—$^3/_4\%$) nach den einzelnen Landesteilen. Mag durch diese Nivellierung der Zinsfuss in einzelnen Landesteilen heute etwas höher sein, als er ohne sie wäre, im grossen Ganzen wird man sagen können, dass das Hypothekenbanksystem zur Verbilligung des Grundkredits beigetragen hat.

[1] a. a. O. S. 236 ff.

Schluss.

Blicken wir auf die Zinsfussentwicklung seit 1870 zurück, so tritt vor allem die starke Abhängigkeit der Zinsfussentwicklung von der Gestaltung der allgemeinen Wirtschaftslage deutlich hervor. Daneben übten die politischen Verhältnisse, wie überhaupt die internationalen Beziehungen Einfluss aus, und zeitweise machten sich auch noch andere Momente geltend, so besonders die Gesetzgebung auf dem Gebiete des Geld-, Bank- und Börsenwesens. Fast immer war aber die wirtschaftliche Konjunktur der entscheidende Faktor für die Gestaltung der Zinsfussbewegung. Die Wellenbewegung der Zinsfussentwicklung erreichte ihre Höhepunkte fast durchweg zu denselben Zeiten, in denen die wirtschaftliche Konjunktur ihre Höhepunkte erreichte, und umgekehrt fielen die Tiefpunkte der Zinsfussbewegung fast immer genau zusammen mit dem wirtschaftlichen Niedergang. Das Resultat dieser parallelen Wellenbewegungen war aber ein verschiedenes. Denn während wohl unbestritten die deutsche Wirtschaftsentwicklung im Ganzen genommen eine aufsteigende war, ist der Zinsfuss, wenigstens der Wertpapier- und Hypothekenzinsfuss[1], im Resultat gefallen. Mit dieser Feststellung berühren wir einen Punkt, der in der Einzeldar-

[1] Der Diskont freilich erreichte in den Jahren 1899 und 1900 auch im Jahresdurchschnitt einen höheren Satz, als in irgend einem anderen der besprochenen Jahre. Der Durchschnittssatz des Jahres 1902 war aber bereits wieder so niedrig, dass nur in den 4 Jahren 1886, 1892, 1894 und 1895 niedrigere Durchschnittssätze zu verzeichnen waren; und dass seither der Diskont wieder gestiegen ist, ist auf die internationalen Verhältnisse (besonders auf die Anspannungen des englischen Geldmarkts als Nachwirkung des Transvaalkrieges und die kriegerischen Verwicklungen im fernen Osten) zurückzuführen.

stellung, die sich eng an die einzelnen Phasen der Bewegung anschloss, notwendig zu kurz kommen musste: es ist dies das während des ganzen Zeitraums fortwirkende Moment der im Zusammenhang mit dem wirtschaftlichen Aufblühen und der Erhaltung des Friedens stehenden Zunahme des Kapitalreichtums Deutschlands. Die günstige Konjunktur wirkt zwar, wie wir gesehen haben, in der Regel zunächst zinsfusssteigernd; indem sie aber zur Vermehrung des Reichtums des Landes beiträgt, birgt sie den Keim zur fallenden Zinsfussbewegung in sich. Nur wenn wir uns die Tatsache der Zunahme des Kapitalreichtums Deutschlands seit der Begründung des Reichs vor Augen halten, werden wir die Zinsfussbewegung voll würdigen können, insbesondere verstehen, wieso der Zinsfuss seit 1870 im Resultat gesunken ist.

1. Tabelle: Die Bewegungen des Diskonts der Preussischen Bank, später der Reichsbank.[1]

1870	1. Jan.—14. Febr.	5 %
	15. Febr.—14. Juli	4 %
	15. Juli—17. Juli	6 %
	18. Juli—18. August	8 %
	19. Aug.—4. Septbr.	6 %
	5. Septbr.—	
1871	20. Febr.	5 %
	21. Febr.—6. März	4½ %
	7. März—	
1872	15. Septbr.	4 %
	16. Septbr.—	
1873	19. Jan.	5 %
	20. Jan.—6. Febr.	4½ %
	7. Febr.—1. April	4 %
	2. April—2. Mai	5 %
	3. Mai—27. Juli	6 %
	28. Juli—8. August	5 %
	9. Aug.—26. Oktbr.	4½ %
	27. Oktbr.—	
1874	4. Jan.	5 %
	5. Januar—18. Jan.	4½ %
	19. Jan.—12. Oktbr.	4 %
	13. Oktbr.—22. Novbr.	5 %
	23. Novbr.—	
1875	10. Jan.	6 %
	11. Januar—25. Jan.	5 %
	26. Januar—12. Juli	4 %
	13. Juli—27. Septbr.	5 %
	28. Septbr.—21. Novb.	6 %
	22. Novbr.—	
1876	2. Januar	5 %
	3. Januar—18. Januar	6 %
	19. Januar—3. Febr.	5 %
	4. Februar—17. Mai	4 %
	18. Mai—10. Juli	3½ %
	11. Juli—24. Oktbr.	4 %
	25. Oktbr.—	
1877	4. Jan.	4½ %
	5. Januar—10. Mai	4 %
	11. Mai—15. Juni	5 %
	16. Juni—11. Septbr.	4 %
	12. Septbr.—2. Oktbr.	5 %
	3. Oktb.—11. Novb.	5½ %
	12. Novbr.—2. Dezbr.	5 %
	3. Dezbr.—	
1878	20. Jan.	4½ %
	21. Januar—28. Aug.	4 %
	29. Aug.—10. Dezbr.	5 %
	11. Dezbr.—	
1879	10. Jan.	4½ %
	11. Januar—20. März	4 %
	21. März—12. August	3 %
	13. Aug.—10. Oktbr.	4 %
	11. Oktbr.—9. Dezbr.	4½ %
	10. Dezbr.—	
1880	17. Aug.	4 %
	18. Aug.—3. Septbr.	5 %
	4. Septbr.—5. Oktbr.	5½ %
	6. Oktbr.—17. Oktbr.	5 %
	18. Oktbr.—8. Novbr.	4½ %
	9. Novbr.—	
1881	25. August	4 %
	26. August—4. Oktbr.	5 %
	5. Oktb.—25. Novbr.	5½ %
	26. Novbr.—	
1882	31. Jan.	5 %
	1. Febr.—17. Febr.	6 %
	18. Februar—2. März	5 %
	3. März—9. März	4½ %
	10. März—7. Septbr.	4 %
	8. Septbr.—	
1883	17. Januar	5 %
	18. Januar—	
1885	9. März	4 %
	10. März—3. April	5 %
	4. April—10. Mai	4½ %
	11. Mai—	
1886	21. Januar	4 %

[1] Zu den Tabellen 1—11 s. Anm. 1 auf S. 7.

1886	22. Jan.—19. Febr.	3½ %
	20. Febr.—17. Oktbr.	3 %
	18. Oktbr.—28. Nov.	3½ %
	29. Novbr.—17. Dezb.	4 %
	18. Dezbr.—	
1887	17. Jan.	5 %
	18. Januar—10. Mai	4 %
	11. Mai—	
1888	16. Septbr.	3 %
	17. Septb.—5. Dezbr.	4 %
	6. Dezbr.—	
1889	11. Jan.	4½ %
	12. Jan.—3. Februar	4 %
	4. Febr.—3. Septbr.	3 %
	4. Septbr.—2. Oktbr.	4 %
	3. Oktbr.—	
1890	21 Febr	5 %
	22. Febr.—25. Septbr.	4 %
	26. Septbr.—10. Oktb.	5 %
	11. Oktbr.—	
1891	11. Jan	5½ %
	12. Januar—2. Febr.	4 %
	3. Febr.—12. Febr.	3½ %
	13. Febr.—14. Mai	3 %
	15. Mai—	
1892	10. Januar	4 %
	11. Jan.—27. Oktbr.	3 %
	28. Oktbr.—	
1893	16. Jan.	4 %
	17. Jan.—11. Mai	3 %
	12. Mai—10. August	4 %
	11. August—	
1894	8. Januar	5 %
	9. Januar—4. Febr.	4 %
	5. Februar—	
1895	10. Nov.	3 %
	11. Novbr.—	
1896	11. Febr.	4 %
	12. Febr.—6. Septbr.	3 %
1896	7. Septbr.—9. Oktbr.	4 %
	10. Oktbr.—	
1897	18. Jan.	5 %
	19. Januar—25. Febr.	4 %
	26. Febr.—9. April	3½ %
	10. April—5. Septbr.	3 %
	6. Septbr.—10. Oktbr.	4 %
	11. Oktbr.—	
1898	19. Jan.	5 %
	20. Januar—17. Febr.	4 %
	18. Februar—8. April	3 %
	9. April—9. Oktober	4 %
	10. Oktbr.—8. Novbr.	5 %
	9. Novb.—18. Novbr.	5½ %
	19. Novbr.—	
1899	16. Jan.	6 %
	17. Januar—20. Febr.	5 %
	21. Februar—8. Mai	4½ %
	9. Mai—18. Juni	4 %
	19. Juni—6. August	4½ %
	7. August—2. Oktbr.	5 %
	3. Oktbr.—18. Dezbr.	6 %
	19. Dezbr.—	
1900	11. Jan.	7 %
	12. Jan.—26. Jan.	6 %
	27. Januar—12. Juli	5½ %
	13. Juli—	
1901	25. Februar	5 %
	26. Febr.—21. April	4½ %
	22. April—17. Juni	4 %
	18. Juni—22. Septbr.	3½ %
	23. Septbr.—	
1902	17. Jan.	4 %
	18. Jan.—10. Febr.	3½ %
	11. Febr.—3. Oktbr.	3 %
	4. Oktober—	
1903	10. Febr.	4 %
	11. Febr.—6. Juni	3½ %
	7. Juni—(10. Okt. 1904)	4 %

2. Tabelle: Durchschnittsdiskontsätze in Berlin.

	Bankdiskont	Marktdiskont.
1870	4,89 %	$4^1/_2$ %
1871	4,16 %	$3^5/_8$ %
1872	4,29 %	$3^{15}/_{16}$ %
1873	4,95 %	$4^1/_2$ %
1874	4,35 %	$3^1/_4$ %
1875	4,71 %	$3^3/_4$ %
1876	4,16 %	3,042 %
1877	4,42 %	3,170 %
1878	4,34 %	3,065 %
1879	3,70 %	2,604 %
1880	4,24 %	3,038 %
1881	4,42 %	3,502 %
1882	4,54 %	3,890 %
1883	4,047 %	3,078 %
1884	4,000 %	2,902 %
1885	4,118 %	2,853 %
1886	3,279 %	2,164 %
1887	3,408 %	2,304 %
1888	3,324 %	2,107 %
1889	3,676 %	2,626 %
1890	4,517 %	3,779 %
1891	3,776 %	3,019 %
1892	3,203 %	1,799 %
1893	4,069 %	3,171 %
1894	3,117 %	1,742 %
1895	3,139 %	2,013 %
1896	3,656 %	3,038 %
1897	3,806 %	3,084 %
1898	4,267 %	3,548 %
1899	5,036 %	4,450 %
1900	5,333 %	4,405 %
1901	4,096 %	3,057 %
1902	3,321 %	2,185 %
1903	3,839 %	3,002 %

3. Tabelle: Die Kursbewegung im Jahre 1870 (Berlin).

Kurse am	3. Jan.	30. Juni	9. Juli	11. Juli	19. Juli	6. Aug.	8. Aug.	1. Sept.	31. Okt.	30. Dez.
5 % Preussische Staats-Anleihe:	101	101 7/8	101 5/8	101	87	92 1/2	93	98 3/4	99 3/4	98 3/4
4 1/2 % „ consol. Anleihe:	—	93 5/8	93	89	78	81 1/2	87	90	91 3/4	89 5/8
4 % „ Staats-Anleihe:	82 3/4	83 1/2	83	78	72	75	81	80 1/4	82	81 1/2
5% Badische Staats-Eisenbahn-Anleihe:	—	99 7/8	100 1/8	—	—	—	—	94 3/4	98 1/2	97 1/4
4 1/2 % „ Anleihe (1866):	92 3/8	—	—	—	—	—	—	—	91 1/4	89 1/2
4 1/2 % Bayrische Staats-Anleihe:	93 1/2	93 1/2	—	—	—	—	—	—	91 3/4	90 1/2
5% Hamburger Staats-Anleihe:	—	99 1/2	99 1/2	98 1/2	—	—	—	96	98 3/4	97
3 1/2 % Mecklenb. Staats-Schuldverschreib.:	—	—	70 3/4	69 1/2	60	62	64 5/8	67	68 3/4	67 7/8
5% Sächsische Anleihe:	100 1/4	103 1/4	—	103	–	—	—	100	100	100
5% Berliner Stadt-Obligationen:	100 7/8	102	101 3/4	100 1/2	89	93	95	99 3/4	101 3/4	99
4 1/2 % „ „ „ :	93 1/8	94 1/4	94	92	—	84	87	89	92 1/4	91 3/4
3 1/2 % „ „ „ :	73	73 1/2	74	73	55	—	69	71 1/2	74 1/2	74 1/4
5% Ostpreuss. landsch. Pfandbriefe:	–	98 3/4	99	98 1/2	—	—	—	96	96 1/2	95
4 1/2 % „ „ „ :	86 1/2	91 1/4	90	88	81	84	89	88 3/4	88 3/4	88 1/8
4 % „ „ „ :	79 1/2	84 1/2	84 1/2	84	—	—	76	83	83 1/2	82 1/4
3 1/2 % „ „ „ :	72	78 5/8	78 5/8	78 1/2	—	70	72	77	77 3/4	—
4 1/2 % Pommersche landsch. Pfandbriefe:	—	91 7/8	91	90	78	82	87	88 1/2	89	88
4 % „ „ „ :	81 1/8	83 1/4	83	81 3/4	74	77	79	82 1/4	82	80 3/4
3 1/2 % „ „ „ :	71 1/2	73 1/2	73 3/4	71	—	67 3/4	68—69	71 1/4	72	71 1/4
5% Westpreussische „ „ :	95 3/8	99 7/8	98 5/8	98	—	—	—	96	96 1/2	94 1/2
4 1/2 % „ „ „ :	85	88 5/8	88 5/8	87	79	81	83	85 1/4	86 1/2	84 7/8
4 % „ „ „ :	79	80 1/2	80 1/2	79 1/4	70	74 7/8	76	78 1/4	78 1/2	78
3 1/2 % „ „ „ :	71 1/2	74 1/4	74 1/2	73	—	67 1/2	69	72 1/4	72 1/4	72
Eisenbahnprioritäten:										
4 1/2 % Berg.-Märk. 1. Serie: [1]		92 1/4	93	(90 1/2)	90	(79)	82	87	(85 3/4)	(89 5/8)	(89 1/2)
3 1/2 „ „ 3. „ : [1]		75 7/8	76 1/2	75 3/4	75	—	72 1/4	72 1/2	75	74 1/8	72 1/2
5% Cöln-Mindener 2. Em.: [1]		100	100	100	100	94	92	93	97	100 3/8	97 1/2
4 1/2 % „ „ 1. „ : [1]		92	(91 1/2)	(90 1/2)	92 1/4	—	(83)	(83)	(88)	(90 1/4)	91
4 % „ „ 3. „ : [1]		80 3/8	81 1/4	(81 3/8)	78	(71)	(74 1/4)	(75 1/2)	78 1/2	81 1/2	80
4 1/2 % Rheinische:		88	89 3/4	89 3/4	88 1/2	80	—	81	88	88 1/2	87 3/4
4 % „ :		82 1/4	83 1/4	83 1/4	83 1/4	—	—	—	—	—	—
3 1/2 % „ :		79	—	—	78	—	—	—	—	—	77

[1] Die zur Vervollständigung der Tabellen herangezogenen Kurse anderer Serien der betreffenden Priorität sind bei dieser wie den folgenden Tabellen in Klammer gesetzt.

4. Tabelle: Die Kursbewegung von Ende 1870 bis Ende April 1873 (Berlin).

Kurse am Ultimo	Dez. 1870	Juni 1871	Dez. 1871	Juni 1872	Dez. 1872	April 1873
5% Preuss. Staats-Anleihe:	98 3/4	101	100 2	—	—	—
4 1/2% „ consol. „ :	89 5/8	96 5/8	102	103 1/4	103 1/4	104 1/8
4% „ Staats-Anleihe:	81 1/2	86 5/8	96	96 7/8	95 1/8	96 1/2
5% Bad. Staats-Eisenb.-Anl.:	97 1/4	100 5/8	102 3/4	103 1/2	102 3/4	—
4 1/2% „ Anleihe:	89 1/2	—	99 3/8	—	98 1/2	100
5% Bayrische Anleihe:	95 3/8	100 1/2	100 1/2	100 1/2	100	—
4 1/2% „ Staats-Anleihe:	90 1/2	97 1/4	99 3/4	—	—	—
5% Hamburger Staats-Anleihe:	97	100 1/4	101 1/2	—	—	—
3 1/2% Mecklenb. Eisenbahn-Schuldverschreibungen:	67 7/8	74	81	83 3/4	82 5/8	85 1/2
5% Sächsische Anleihe:	100	102 3/4	104 1/2	—	—	—
5% Berliner Stadt-Anleihe:	99	101	102 3/4	103	103 7/8	103 1/4
4 1/2% „ „ „ :	91 3/4	95 1/2	100 1/4	101 1/8	100 1/8	101 1/2
3 1/2% „ „ „ :	74 1/4	76 1/2	83	83 3/4	83 3/4	83 1/4
5% Ostpreuss. landschaftl. Pfandbr:	95	99 3/8	102 3/8	100	—	—
4 1/2% „ „ :	88 1/8	91 3/4	99 1/4	100 5/8	99 7/8	100
4% „ „ :	82 1/4	84 5/8	92 3/8	94 1/2	96 1/2	92 1/4
3 1/2% „ „ :	—	77 1/2	82 3/8	85	83 1/2	83 1/4
4 1/2% Pommersche „ :	88	91 1/2	100 7/8	101 1/4	100	100 1/4
4% „ „ :	80 3/4	84 5/8	92 1/2	92 5/8	90 3/4	91 3/8
3 1/2% „ „ :	71 1/4	75 3/4	82 1/2	82 7/8	81	81 3/4
5% Westpreussische „ :	94 1/2	99 3/4	105	103	104 1/2	105 3/4
4 1/2% „ „ :	84 7/8	90 3/4	99 1/2	100 1/8	99 1/4	100
4% „ „ :	78	83	92	91 7/8	90 1/8	90 1/2
3 1/2% „ „ :	72	75 7/8	82 1/2	82 1/2	81	81 1/8
Eisenbahnprioritäten:						
4 1/2% Berg.-Märk. 1. Serie:	(89 1/2)	(92)	100	99 1/2	99 1/4	(99)
3 1/2% „ „ 3. „ :	72 1/2	76 3/8	84	84 1/4	82 1/4	83 1/2
5% Cöln-Mindener 2. Em.:	97 1/2	100	102 1/4	104	102	102
4 1/2% „ „ 1. „ :	91	(92 1/2)	100	(99)	98	(99 5/8)
4% „ „ 3. „ :	80	83	91 1/2	92 1/4	89 3/4	90
5% Rheinische:	—	102 3/8	102	101 3/4	101 7/8	102 1/2
4 1/2% „ :	87 3/4	98 3/4	99 3/4	99	99	98 3/4
4% „ :	—	—	91	—	89 1/2	90 5/8
3 1/2% „ :	77	—	83	84 1/4	84	—

5. Tabelle: Die Kursbewegung von

Kurse am Ultimo	Juni 1873	Dezbr. 1873	Juni 1874	Dezbr. 1874	Juni 1875
4% Deutsche Reichsanl.:					
4½% Preuss. consol. Anl.:	104⅛	105¼	106	104⅝	105.75
4% „ Staats- später consol. Anleihe:	96	99⅛	100¼	99¼	98.30
5% Bad. Staats-Eisenb.-Anleihe:	102⅞	104½	104⅝	105	—
4½% „ Anleihe:	100	101	101⅝	101½	—
4% „ Staats-Eisenb.-Anleihe:					96.30
4% Bayrische Anleihe:					
4% Grossh. Hess. Anleihe:					
4% Hamburger Staats-Anleihe:					94.80
3½% Mecklenb. Eisenb.-Schuldverschr.:	84	84½	87⅞	88¼	89.75
4% Sächs. Staats-Anleihe:					
3% „ Rente:					
4½% Berliner Stadt-Obl.:	101	101⅜	102¾	102½	102.30
3½% „ „ „ :	83	84¼	89½	89¼	91
4½% Ostpreuss. landsch. Pfandbr.:	98¾	100⅛	102⅝	102	102.30
4% „ „ :	92	92⅝	98¼	95¼	96
3½% „ „ :	81¾	82	88⅝	86½	86.80
4½% Pommersche „ :	99	100¼	102⅜	101	102.80
4% „ „ :	90	90¾	96	93¾	95.80
3½% „ „ :	81	81¼	86¼	86¼	86.50
5% Westpreuss. „ :	102⅝	104⅞	106¼	105	106
4½% „ „ :	98¾	99	101⅝	100⅜	102
4% „ „ :	89½	90⅝	97¼	95⅜	95
3½ „ „ :	81	80⅞	86½	86⅛	85.80
Eisenbahnprioritäten:					
5% Berg.-Märk. 7. Serie:	—	—	102⅛	101½	103
4½% „ „ 1. „ :	(98⅝)	101	100⅜	99¾	(98.90)
3½ „ „ 3. „ :	81½	83⅝	85¼	84¼	84.40
5% Cöln-Mindener 2. Em.:	102⅝	102½	104¼	105	105
4½% „ „ 1. „ :	(99½)	101	101⅛	100	(100.75)
4% „ „ 3. „ :	(89½)	91	93¾	92½	93
5% Rheinische:	102¼	102	102½	102⅝	103.70
4½% „ :	98½	99⅜	100⅛	99½	99.75
4% „ :	—	91	93	93	—
3½% „ :	—	83	89	88½	—

Mitte 1873 bis Mitte 1879 (Berlin).

Dezbr. 1875	Juni 1876	Dezbr. 1876	Juni 1877	Dezbr. 1877	Juni 1878	Dezbr. 1878	Juni 1879
				94.75	95.90	95	98.90
105.40	104.50	104.10	103.70	104	104.60	104.70	105.80
99.25	98.25	95.50	95.10	94.20	95.90	95.30	99
105	—	103.50	102.90	103	103	101.50	101.75
101.75	—	101	—	101.50	—	102	—
95.50	94.25	95.90	95.75	95.50	95	95	98.50
	93.60	93.50	94.40	94.20	95	94.70	98.70
		93.50	94.25	94.50	95.30	95.25	99.25
94.90	94.25	94.75	—	94.25	95.10	95.40	—
89.50	89.90	90	88.90	88	87.75	87.60	89
94.40	96.25	96.10	97.25	97	96.90	98	99.75
—	—	70.80	72	72.10	72.90	72.70	76.25
101.30	102	101.75	101.25	101.30	102.10	101.90	103.10
91.25	93.25	93	92.25	89	90.40	90.30	92.30
100.75	102.30	101.75	101.90	101.40	101.60	102	103
93.90	95	93.90	94	94.30	94.40	94.40	97.80
84.70	—	84	83.50	83.50	83.30	84	87.80
102	101.50	101.70	101.60	101.60	102	102.30	103.90
93.75	95	93.70	94.20	94.30	95	94.75	98
83.50	84	82.50	82.25	82.25	83.40	84.10	88
106	106.60	105.40	106.25	103.50	101.90	101.60	—
100.40	101.30	100.60	101.20	100.40	101.25	101.50	103
93.10	96	92.75	92.60	95	95	94.90	97.50
83.25	84.25	82.30	82.70	82.60	83.25	84	88.10
101.75	102.50	102	102.70	102.75	102.80	103.80	102.10
99.75	(98)	100	99	100	100.25	101.50	102.60
84.60	84	84.40	84.70	84.60	85	84.90	89.30
105	104.75	103.25	103.50	103.25	—	105	104.75
100	(99.25)	99.50	100	100.25	101	100.60	(102.75)
91.60	90.25	90	90.90	92.25	(94)	93	98
102.60	102.25	103	102.50	103.10	103.10	103.50	104.10
98.50	99.50	98.90	99.30	99.50	100.25	100.30	102.60
92.50	—	93	—	93.50	—	94.50	—
88	—	87.50	86.50	86.50	—	87	—

6. Tabelle: Die Kursbewegung von Mitte 1879 bis Ende 1883.

Kurse am Ultimo	Juni 1879	Dezbr. 1879	Juni 1880	Dezbr. 1880	Juni 1881	Dezbr. 1881	Juni 1882	Dezbr. 1882	Juni 1883	Dezbr. 1883
4% Deutsche Reichsanleihe:	98.90	97.80	100	100.20	102.25	100.90	101.90	101.20	102.10	101.90
4½% Preuss. consol. Anleihe:	105.80	104.30	105.50	104.70	105.70	105.25	104.80	103.20	103.40	102.40
4% „ „ „ :	99	97	100.10	100.25	102.30	100.70	101.80	100.50	101.70	101.80
4½% Badische Anleihe:	—	101.75	100.10	—	—	—	—	—	—	—
4% „ Staats-Eisenbahn-Anleihe:	98.50	97.25	99.80	100	—	—	—	—	—	101.40
4% Bayrische Anleihe:	98.70	97.25	99.90	100.10	101.70	100.90	101.50	101.25	101.80	101.80
4% Grossh. Hessische Anleihe:	99.25	97.60	99.90	100.10	101.80	101.50	101.60	100.10	101.60	101.75
4% Hamburger Staats-Anleihe:	—	97.50	—	99.80	101	—	100.50	—	—	—
3½% „ „ Rente:	86.60	85.80	87.70	88.10	90.75	89.25	88.60	87.70	89.20	89.75
3½% Mecklenb. Eisenbahn-Schuldverschr.:	89	89.90	93	92.40	96	94.25	94.25	94.20	95.10	—
4% Sächsische Staats-Anleihe:	99.75	99.50	—	101.50	—	101.50	101.50	—	101.50	101.50
3% „ Rente:	76.25	75	77.30	78.10	81.25	80.40	80.50	80.30	80.80	81.50
4½% Berliner Stadt-Anleihe:	103.10	103.10	103.40	103.80	102.75	102.80	102.30	102.70	103	103
3½% „ „ „ :	92.30	92.50	94.10	94.50	96.10	95.70	96	95	96	96.50
4% Landschaftl. Central-Pfandbriefe:	97.90	98	99.80	99.25	100.80	100.20	101.25	100.70	101.70	101.25
4½% Pommersche landschaftl. Pfandbriefe:	103.90	102.75	102.10	102.50	102.25	101.50	102.70	102.30	—	102
4% Ostpreussische „ „ :	97.80	97	99.20	98.70	100.70	100.10	—	100.50	101.50	101.10
3½% Westpreussische „ „ :	88.10	87.40	92.75	90.50	92.60	90.80	92.20	90.30	92.90	91.30
Eisenbahnprioritäten:										
4½% Bergisch-Märkische:	102.60	101.90	103.40	103	103.20	103.25	102.90	102	102.75	102
3½% „ „ :	89.30	87.80	91.60	90.80	93.90	94.10	93.20	93.10	94	94.50
4½% Cöln-Mindener:	(102.75)	101	102	102.25	104	102.90	102.40	102	102.75	—
4% „ „ :	98	97.10	99.50	99.50	101.75	100.50	100.80	100	100.75	100.75
4% Oberschlesische:	—	97	100	99.75	100.75	—	100.75	—	100.90	—
3½% „ :	90.50	89.60	92.25	91.50	95	93.50	94.25	—	—	94.70
4½% Rheinische:	102.60	100.70	102.10	102.25	103.40	102.80	103.25	—	102.75	103
4% „ :	—	96	—	99	—	100.50	—	—	101	100.75
3½% „ :	—	91	—	92.10	—	—	—	—	94.60	—

7. Tabelle: Die Kursbewegung von Ende 1883 bis Mitte 1888.

Kurse am Ultimo:	Dezbr. 1883	Juni 1884	Dezbr. 1884	Juni 1885	Dezbr. 1885	Juni 1886	Dezbr. 1886	Juni 1887	Dezbr. 1887	Juni 1888
4% Deutsche Reichs-Anleihe:	101.90	103.20	103.10	104.30	104.40	106.10	106	106.25	107.20	107.70
3½% „ „ „ :							101.80	99.70	100.20	102.70
4% Preussische consol. Anleihe:	101.80	102.90	103.20	104.30	104.30	105.40	106	106.20	106.70	107.10
3½% „ „ „ :					98.75	103.40	101.90	99.60	100.40	103.50
4% Badische Eisenbahn-Anleihe:	101.40	—	102.50	—	103.25	104.70	104.90	105	104.40	105
4% Bayrische Staats-Anleihe:	101.80	102.90	103	103.70	103.90	104.90	104.90	105	105.20	107
3½% Hamburger Staats-Rente:	89.75	93.40	94	97.20	97.60	101.10	101	99.80	99	102
3% „ „ Anleihe:								91.20	89.50	91.20
4% Grossherz. Hessische Obligationen:	101.75	102.50	102.90	—	103.25	—	104.50	—	104	—
3½% Mecklenb. Eisenbahn-Schuldverschr.:	—	95.60	97.25	96.90	97.60	—	99.75	99	99.30	101.20
4% Sächsische Staats-Anleihe:	101.50	—	—	102.80	103.25	105	104.20	104.50	104.10	105.40
3% „ Rente:	81.50	83.50	84.30	87.20	87.10	93.90	92.25	90.80	90.30	92.80
4% Württembergische Staats-Anleihe:	—	103	—	103.90	104.80	105.60	104.70	105.40	105.40	—
4% Berliner Stadt-Obligationen:				102.10	102.30	103.20	103.80	103.80	104.20	104.75
3½% „ „ „ :	96.50	98.30	99.50	99.90	100	102.70	101.30	99.10	100.30	101.30
4% Landschaftliche Central-Pfandbriefe:	101.25	102.10	101.80	102	101.80	101.80	101.50	101.20	101.60	101.50
3½% Pommersche landschaftl. „ :	91.50	95.40	95.25	96.40	96.10	99.90	99	97.60	98.70	101.20
3½% Ostpreussische „ „ :	91.75	95	95	96.40	96.10	99.70	99	97.10	97.60	100.90
3½% Westpreussische „ „ :	91.30	95.20	95	96.40	96.40	99.80	99.25	97.25	97.60	101.10
Eisenbahnprioritäten:										
4½% Bergisch-Märkische 1. u. 2. Serie:	102	103	103.25	101.80	101.90	*102.10	102.60	(102.40)	103.20	103.25
3½% „ „ 3. „ :	94	96.70	96.25	97.10	97.70	100.60	100.10	99.20	99.90	101.50
4½% Cöln-Mindener 1. Em.:	—	103	102.80	(102.10)	101.90	102.30	102	102.20		
4% „ „ 3. „ :	100.75	—	102.25	(101.70)	(102.25)	—	102	102.10	102.90	103.30
4% Oberschlesische Lit. A.:	—	102	—	102	102	(102.10)	102.25	102.10	102.75	(103)
3½% „ „ B.:	—	—	—	(97.10)	98	100.40	100	99.50	99.60	101.25
4½% Rheinische:	103	103.20	102.90	101.90	101.80	*102.50	102.25	102.10	102.75	103.10
4% „ :	100.75	—	102.80	—	—	102.50	101.90	102.10	102.75	103.10
3½% „ :	—	96.25	—	—	—	—	100	—	99.25	—
Industrieobligationen:										
4% Gr. Berliner Pferdebahn:			100.40	101.20	101.20	103	102.50	103.50	102.25	103.70
5% Donnersmarckhütte:		102	101.70	100	99.75	—	101.75	102.90	101.60	103.30
4½% Laurahütte:				101.40	100.70	101	100.80	102	102.50	104.10
4% Norddeutscher Lloyd:				98	98.20	—	102	101.90	101.50	102.16

* conv. 4%.

8. Tabelle: Die Kursbewegung von Mitte 1888 bis Ende 1890.

Kurse am Ultimo	Juni 1888	Dezbr. 1888	Juni 1889	Dezbr. 1889	Juni 1890	Dezbr. 1890
4% Deutsche Reichs-Anl.:	107.70	108.25	108.—	107.40	107.40	105.30
3½% „ „ „ :	102.70	103.40	104.20	103.10	100.50	98.—
4% Preuss. cons. Anleihe:	107.10	108.—	106.90	106.—	106.50	105.10
3½% „ „ „ :	103.50	104.20	105.75	103.50	100.70	98.10
4% Badische Eisenbahn-Anleihe:	105.—	104.90	—	104.—	104.10	104.50
4% Bayrische Staats-Anleihe:	107.—	107.30	106.50	105.75	105.70	104.60
3½% Hamburger Staats-Rente:	102.—	102.—	103.60	101.80	99.30	96.75
3% „ Staats-Anleihe:	91.20	92.40	95.—	92.30	89.—	85.75
4% Grossh. Hess. Oblig.:	—	106.—	104.75	102.—	102.—	103.75
3½% Mecklenb. Eisenb.-Schuldverschreibungen:	101.20	101.50	101.60	100.25	98.50	96.—
4% Sächs. Staats-Anleihe:	105.40	105.25	104.10	101.10	—	—
3% „ „ Rente:	92.80	93.75	96.60	94.10	92.25	88.10
4% Württemb. Staats-Anleihe:	—	106.50	—	105.10	—	104.—
4% Berliner Stadt-Anleihe:	104.75	104.60	102.—	conv. 3½%		
3½% „ „ „ :	101.30	102.50	—	101.25	99.10	95.90
4% Landsch. Central-Pfbr.:	101.50	102.70	104.20	102.50	—	102.50
3½% Pomm. landsch. „ :	101.20	101.90	102.—	101.50	99.40	97.40
3½% Ostpr. „ „ :	100.90	101.20	101.80	100.30	98.—	96.60
3½% Westpr. „ „ :	101.10	101.20	101.90	100.60	98.10	96.30
Eisenbahnprioritäten:						
4% Bergisch-Märkische:	103.25	104.—	104.—	—	—	—
3½% „ „ :	101.50	101.80	102.20	101.50	100.—	97.10
4% Cöln-Mindener:	103.30	103.90	104.—	—	—	—
4% Oberschlesische:	(103.—)	103.75	104.25	—	—	—
3½% „ :	101.25	101.25	102.10	100.50	98.50	97.20
4% Rheinische:	103.10	103.80	—	—	—	—
3½% „ :	—	101.—	—	100.—	—	97.25
Industrieobligationen:						
4% Grosse Berliner Pferdebahn:	103.70	103.60	103.50	102.50	101.50	101.—
5% Donnersmarckhütte:	103.30	101.50	—	—	101.60	101.—
4½% Hibernia:	103.—	104.40	—	104.25	104.—	102.70
4½% Laura:	104.10	103.90	104.80	101.90	—	101.60
4% Norddeutscher Lloyd:	102.10	103.—	—	103.—	—	100.75

9. Tabelle: Die Kursbewegung von Ende 1890 bis Mitte 1895.

Kurse am Ultimo:	Dezbr. 1890	Juni 1891	Dezbr. 1891	Juni 1892	Dezbr. 1892	Juni 1893	Dezbr. 1893	Juni 1894	Dezbr 1894	Juni 1895
4% Deutsche Reichsanleihe:	105.30	106.—	105.90	106.90	106.80	107.30	106.80	105.70	106.—	105.60
3½% „ „ :	98.—	98.70	98.90	100.50	99.90	100.60	100.30	102.	104.60	104.40
3% „ „ :	87.—	85.70	85.20	87.70	86.20	86.70	86.10	90.40	95.75	99.50
4% Preussische cons. Anleihe:	105.10	105.60	105.80	106.70	106.75	107.20	106.90	105.60	105.75	105.30
3½% „ „ „ :	98.10	98.70	99.10	100.40	99.90	100.75	100.50	102.10	104.60	104.30
3% „ „ „ :	87.—	85.40	85.25	87.70	86.20	86.60	86.10	90.50	96.25	99.60
4% Badische Eisenbahn-Anleihe:	104.50	103.—	103.80	103.60	104.10	104.70	104.75	104.90	105.40	105.50
3½% „ Anleihe 1892 und 94:					100.—	—	99.75	101.10	103.75	104.60
4% Bayrische Staats-Anleihe:	104.60	105.20	106.—	106.80	106.70	107.—	106.70	106.20	105.90	107.—
3½% „ Eisenbahn-Anleihe:						—	100.40	101.30	105.10	104.90
3½% Hamburger Staats-Rente:	96.75	96.10	96.—	97.90	97.60	97.25	97.30	100.—	103.60	105.30
3% „ „ Anleihe:	85.75	84.30	83.50	86.—	84.90	—	84.50	88.80	93.90	97.80
4% Grossh. Hessische Obligationen:	103.75		103.60	—	—	—	105.25	—	105.30	106.10
3½% „ „ „ :									103.70	104.20
3½% Mecklenburger Eisenbahn-Schuldv.:	96.—	95.50	94.75	98.—	—	98.75	97.75	100.50	102.75	101.—
3½% Sächsische Anleihe:	—	—	98.50	—	—		100.—	100.75	101.75	103.10
3% „ Rente:	88.10	86.—	85.25	—	87.75	87.10	86.50	89.90	94.40	97.90
4% Württemb. Anleihe:	104.—	—	105.30	—	—	—	105.60	—	105.70	105.80
3½% Berliner Stadt-Anleihe:	95.90	96.10	96.50	98.20	97.70	99.—	98.25	100.—	104.—	102.—
4% Landschaftl. Central-Pfandbriefe:	102.50	—	103.—	—	—	103.25	103.—	—	103.—	—
3½% „ „ „ :	96.75	96.—	95.—	96.50	97.20	98.40	97.75	99.50	102.10	101.50
3½% Pommersche landsch. „ :	97.40	96.80	95.20	97.10	97.30	98.75	97.60	100.—	102.—	100.80
3½% Ostpreussische „ „ :	96.60	95.80	94.80	96.20	96.30	97.—	96.60	98.90	101.30	100.90
3½% Westpreussische „ „ :	96.30	95.20	95.—	96.20	96.80	97.20	97.—	99.—	101.80	101.40
Eisenbahnprioritäten:										
3½% Bergisch-Märkische:	97.10	96.80	96.50	98.60	99.10	99.10	99.—	100.—	101.60	101.75
3½% Oberschlesische:	97.20	97.20	96.25	98.30	99.—	99.—	98.80	100.—	101.30	101.25
3½% Rheinische:	97.25	—	96.25	98.50	—	99.25	98.75	—	101.50	—
Industrieobligationen:										
4% Allgemeine Elektr.-Gesellschaft:		97.50	96.25	98.75	98.—	100.—	99.10	101.50	102.90	—
4% Grosse Berliner Pferdebahn:	101.—	101.70	100.75	101.30	101.25	101.50	102.—	102.75	102.25	*101.50
5% Donnersmarckhütte:	101.—	—	100.—	—	—	—	gekündigt			
4½% Harpener:						103.90	102.20	104.40	104.90	150.30
4½% Hibernia:	102.70	102.50	102.10	—	101.90	103.80	103.25	104.10	105.20	106.—
4½% Laurahütte:	101.60	101.90	101.60	103.—	—	103.70	102.60	103.90	104.90	*99.40
4% Norddeutscher Lloyd:	100.75	—	99.75	100.50	—	100.30	100.10	98.90	100.60	102.40

* conv. 3½%.

10. Tabelle: Die Kursbewegung von

Kurse am Ultimo:	Juni 1895	Dezbr. 1895	Juni 1896	Dezbr. 1896
4% Deutsche Reichs-Anl.:	105.60	105.80	105.50	104.—
3½% „ „ „ :	104.40	104.40	104.40	103.80
3% „ „ „ :	99.50	99.60	99.60	99.—
3½% Preuss. cons. Anl.:	104.30	104.40	104.40	103.80
3% „ „ „ :	99.60	99.60	99.90	99.30
3½% Badische Anleihe:	104.60	104.—	104.10	102.50
3% „ „ :				
3½% Bayrische Staats-Eisenb.-Anl.:	104.90	103.75	105.—	103.20
3% „ „ :			98.50	98.40
3½% Hamb. Staatsrente:	105.30	104.50	106.25	105.50
3% „ „ :	97.80	98.10	98.20	97.—
3½% Grossh. Hess. Obl.:	104.20	103.50	—	102.—
3% „ „ Staats-Anleihe:				
3½% Mecklenb. Eisenb.-Schuldverschreibungen:	101.—	102.—	101.—	100.90
3½% Sächsische Staats-Anleihe:	103.10	102.75	—	101.80
3% „ Staats-Rente:	97.90	98.50	98.40	97.60
4% Württemb. Staats-Anl.:	105.80	104.75	—	102.60
3½% Berliner Stadt-Anl.:	102.—	101.80	101.30	101.60
4% Landsch. Central-Pfandbr.:	—	100.50	100.30	100.50
3½% „ „ :	101.50	100.20	100.25	100.75
3½% Pomm. landsch. Pfandbr.:	100.80	100.60	100.25	100.20
3% „ „ :	97.—	96.—	94.90	95.—
3½% Ostpreuss. „ :	100.90	100.40	100.30	100.20
3% „ „ :	—	95.80	94.80	93.60
3½% Westpreuss. „ :	101.40	100.90	100.—	100.25
3% „ „ :	—	96.50	95.10	94.50
Industrie-Obligationen:				
4% Allgem. Elektr. Gesell.:	—	101.25	102.50	101.90
4½% Harpener:	105.30	104.—	103.—	103.40
4½% Hibernia:	106.—	—	102.50	102.20
3½% Laurahütte:	99.40	98.20	98.25	97.50
3½% Donnersmarckhütte:	—	98.50	96.90	96.50
4% Norddeutscher Lloyd:	102.40	102.25	—	101.60

* conv. in 3½%.
** conv. in 4%.

Mitte 1895 bis Frühjahr 1900.

Juni 1897	Dezbr. 1897	Juni 1898	Dezbr. 1898	Juni 1899	Dezbr. 1899	März 1900
103.80	conv. in $3^1/_2$%					
103.90	103.25	102.90	101.60	99.60	97.90	96.20
97.90	97.30	95.75	94.30	90.30	88.70	86.30
103.80	103.30	102.75	101.60	99.40	97.90	96.—
98.20	98.—	96.40	94.70	90.30	88.70	86.50
—	101.—	—	100.60	—	96.30	93.20
97.10	96.75	95.80	93.90	—	88.—	—
—	102.—	—	100.90	97.50	96.70	93.90
97.60	96.90	94.70	93.40	—	88.25	85.50
107.10	106.30	105.70	104.30	98.25	99.80	98.30
95.70	95.25	93.30	92.20	—	86.50	—
—	101.60	—	100.50	—	96.25	94.20
—	95.25	—	91.80	86.30	86.10	83.80
101.50	100.25	100.—	99.50	—	97.—	95.80
101.80	101.50	—	100.75	—	98.—	—
97.25	96.30	93.50	91.90	86.70	86.20	85.40
—	102.10	—	*101.20	—	95.90	—
101.25	101.75	100.30	100.50	98.70	92.75	94.50
—	100.—	—	100.10	—	100.—	—
100.60	100.40	100.30	100.—	97.40	96.—	93.30
100.40	100.30	100.—	99.75	97.80	96.50	93.50
93.40	93.—	90.80	91.60	87.10	85.90	83.10
100.20	100.30	100.—	99.50	96,75	94.70	92.60
93.20	92.—	90.60	90.75	86.30	86.40	83.40
100.25	100.30	100.40	100.—	97.—	96.—	94.20
93.90	93.20	91.40	90.90	86.40	86.20	83.30
101.90	101.75	101.50	101.25	100.75	99.25	98.10
103.80	102.30	**101.—	101.10	99.90	98.50	—
103.10	102.40	**101.—	100.50	100.—	98.—	—
97.25	96.60	96.10	96.	94.50	93.40	91.50
96.70	95.60	95.40	94.—	93.60	92.25	91.50
101.90	—	101.10	101.—	100.—	99.50	99.—

11. Tabelle: Die Kursbewegung von

Kurse am Ultimo:	März 1900	Sept. 1900	Dezbr. 1900
4% Deutsche Reichs-Schatzscheine:		100.25	101.20
3½% „ „ Anleihe:	96.20	92.75	97.30
3% „ „ „ :	86.30	85.—	87.90
3½% Preussische consol. Anleihe:	96.	92.30	97.20
3% „ „ „ :	86.50	84.90	87.60
4% Badische Eisenb.-Anl. von 1900:			
3½% „ „ „ :	93.20	92.25	94.30
3% „ Anleihe:	—	—	85.25
4% Bayrische Staats-Eisenb.-Anleihe:			
3½% „ „ „ „ :	93.90	92.10	93.90
3% „ Eisenbahn-Obligationen:	85.50	—	84.75
4% Hamburger Staats-Anl. von 1900:			102.—
3½% „ „ Rente:	98.30	92.50	97.—
3% „ „ Anleihe:	—	82.50	85.10
4% Grossh. Hess. Staats-Anl. von 1899:	104.—	101.—	103.10
3½% „ „ Obligationen:	94.20	91.75	94.10
3% „ „ Staats-Anleihe:	83.80	—	83.75
3½% Mecklenburger Eisenb.-Schuldv.:	95.80	—	96.80
3½% Sächsische Staats-Anleihe:	—	—	99.40
4% „ Rente:	85.40	81.40	84.60
3½% Württemberger Staats-Anleihe:	—	—	94.75
4% Berliner Stadt-Anleihe von 1900:			100.10
3½% „ „ „ :	94.50	91.80	97.-
4% Landschaftl. Central-Pfandbriefe:	—	100.20	100.75
3½% „ „ „ :	93.30	91.—	95.—
3½% Pommersche landsch. „ :	93.50	90.40	94.25
3% „ „ „ :	83.10	81.50	84.40
4% Ostpreussische „ „ :	—	99.75	101.—
3½% „ „ „ :	92.60	90.90	94.50
3% „ „ „ :	83.40	81.10	86.—
3½% Westpreussische „ „ :	94.20	91.70	94.60
3% „ „ „ :	83.30	81.10	86.—
Industrieobligationen:			
4% Allgemeine Elektr. Gesellschaft:	98.10	98.75	97.—
4% Harpener:	—	97.50	98.25
4% Hibernia:	—	96.75	98.—
3½% Laurahütte:	91.50	88.70	88.80
4½% Donnersmarckhütte von 1900:			100.—
3½% „ :	91.50	90.10	89.60
4% Norddeutscher Lloyd:	99.—	98.20	99.—

Ende März 1900 bis Ende 1903.

Juni 1901	Dezbr. 1901	Juni 1902	Dezbr. 1902	Juni 1903	Dezbr. 1903
101.90	102.10	101.80	101.10	100.50	100.20
101.60	100.90	102.—	102.10	101.90	102.20
90.50	90.50	92.60	91.70	91.50	91.80
100.50	100.90	101.75	102.—	101.80	102.10
90.50	90.40	92.25	91.70	91.40	91.75
104.30	105.10	105.30	105.50	104.90	104.90
98.75	99.25	100.20	100.50	100.90	101.—
-	89.75	—	91.70	—	91.50
103.90	105.--	104.90	105.20	104.—	104.25
99.25	99.75	100.20	100.90	101.10	101.20
89.25	90.—	--	91.50	—	91.75
104.25	104.40	105.—	104.50	104.—	103.80
100.–	101.40	102.80	102.60	102.40	102.—
-	88.80	90.10	89.70	89.75	89.50
104.25	105.–	105. -	105.40	104.90	105.—
97.90	98.70	99.80	100.60	100.90	101.10
88.50	87.80	89.80	89.40	90.—	89.75
97.50	98.80	—	99.80	100.20	100.—
—	100.—	—	101.20	—	102.60
89.25	88.70	90.50	89.60	90.10	90.—
97.60	99.40	—	100.30	100.80	101.—
—	103.—	—	103.40	103.30	103.30
98.75	99.70	99.80	100.50	100.10	100.—
102.40	102.50	103.70	103.50	102.50	103.25
97.30	98.—	99.75	99.70	100.20	100.—
97.40	97.90	99.40	99.20	99.60	99.80
87.60	87.60	89.20	88.80	90.—	89.–
101.80	102.60	104.25	104.75	105.—	105.40
96.60	97.60	99.—	99.30	100.—	99.40
87.40	87.50	89.20	88.90	90.—	89.80
96.75	97.40	99.25	99.20	100.50	102.40
87.25	87.50	89.40	89.50	89.60	89.20
98.80	97.10	100.30	100.75	101.30	101.25
99.50	100.25	101.25	101.75	101.60	103.50
99.—	98.90	100.—	102.—	101.60	101.75
—	92.25	95.—	96.40	96.50	96.—
101.90	101.60	104.30	104.25	104.90	103.90
93.50	93.10	96.25	96.30	96.80	97.10
—	99.40	101.50	99.—	100.60	100.90

12. Tabelle: Die Hypothekenzinsfussbewegung bei bank gewährten

	Die Darlehen wurden gewährt auf Grund:	Durchschnittskurs der betr. Pfandbriefe:	
1870:	4% iger Pfandbriefe	89.23	
1871:	„ „	93.18	
1872:	„ „	93.83	
1873:	„ „	93.36	
1874:	„ „	95.39	
1875:	„ „	95.—	
1876:	„ „	93.80	
1877:	„ „	94.21	
1878:	„ „	94.37	
1879:	„ „	96.97	
1880:	„ „	99.23	
1881:	„ „	100.61	
1882:	„ „	100.64	
1883:	„ „	100.90	
1884:	„ „	101.36	
1885:	4 und $3^1/_2$% iger Pfandbr.	102.05 resp.	96.73
1886:	$3^1/_2$% iger Pfandbriefe		99.16
1887:	„ „		97.50
1888:	„ „		98.38
1889:	„ „		99.35
1890:	(4 und) $3^1/_2$% iger Pfandbr.	(101.09 resp.)	96.93
1891:	4% iger Pfandbriefe	101.05	
1892:	„ „	102.27	
1893:	(4 und) $3^1/_2$% iger Pfandbr.	(102.88 resp.)	97.60
1894:	$3^1/_2$% iger Pfandbriefe		98.85
1895:	„ „		101.42
1896:	„ „		100.28
1897:	„ unverlosb. „		100.16
1898:	„ „ „		98.52
1899:	„ „ „		96.13
1900:	4% iger „ „	100.17	
1901:	„ „ „	101.08	
1902:	4 und $3^1/_2$% iger Pfandbr.	103.56 resp.	97.84
1903:	$3^1/_2$% iger Pfandbriefe		99.24

den von der Bayrischen Hypotheken- und Wechsel-Darlehen.

Nomineller Hypothekenzinsfuss	Realhypothekenzinsfuss
4½%	5.04%
„	4.83 „
„	4.80 „
„	4.82 „
„	4.72 „
„	4.74 „
„	4.80 „
„	4.78 „
„	4.77 „
„	4.64 „
„	4.53 „
„	4.5—4.47%
„	4.5—4.47 „
„	4.5—4.46 „
„	4.5—4.44 „
4½% und 4%	4.5—4.41 resp. 4,13%
4%	4.03%
„	4.10 „
„	4.07 „
„	4.03 „
(4½ und) 4%	(4.5—4.45 resp.) 4.13%
4½%	4.5—4.45%
„	4.5—4.40%
(4½ und) 4%	(4.5—4.37 resp.) 4.10%
4%	4.05%
„	4.0—3.94%
„	4.0—3.99 „
„	4.0—3.99 „
„	4.06%
„	4.16 „
4½%	4.5—4.49%
„	4.5—4.45 „
4½ und 4%	4.5—4.34 resp. 4.09%
4%	4.03%

13. Tabelle: Die Hypothekenzinsfussbewegung bei Aktiengesellschaft

	Die Darlehen wurden gewährt auf Grund:	Emissionskurs bei öffentlichen Subskriptionen	Durchschnittskurs der betr. Pfandbriefe:
1870:	5% iger kündb. zu pari rückz. Pfdbr.	—	100.—
1871:	„ unkündb. „ 110[1] „ „	98.25	101.56
1872:	4½% iger „ „ 110[1] „ „	98.50	98.20
	später: 5% iger unk. zu pari rückz. „	100.—	101.71
1873:	5% iger unkündb. zu pari rückz. „	100.—	101.93
	u. 4½% iger „ „ 110[1] „ „	—	97.16
1874:	5% iger „ „ pari „ „	100.—	102.11
	u. 4½% iger „ „ 110[1] „ „	98.50	99.21
1875:	5% iger „ „ pari „ „	—	102.22
	u. 4½% iger „ „ 110[1] „ „	99.50	99.78
1876:	5% iger „ „ pari „ „	—	101.25
	u. 4½% iger „ „ 110[1] „ „	—	98.34
1877:	5% iger „ „ pari „ „	—	101.76
	u. 4½% iger „ „ 110[1] „ „	—	99.04
1878:	5% iger „ „ pari „ „	—	101.62
	u. 4½% iger „ „ 110[1] „ „	—	98.53
1879:	4½% iger „ „ 110[1] „ „	—	102.65
	u. „ „ „ pari „ „	99.—	—
1880:	4% iger „ „ „ „ „	97.50 u. 98.25	98.27
1881:	„ „ „ „ „ „	—	99.31
1882:	„ „ „ „ „ „	98.—	99.12
1883:	„ „ „ „ „ „	98.40	99.76
1884:	„ „ „ „ „ „	—	100.61
1885:	„ „ „ „ „ „	100.20	100.69
1886:	„ „ „ „ „ „	—	102.74
	u. 3½% iger „ „ „ „ „	—	98.86
1887:	4% iger „ „ „ „ „	—	102.30
	u. 3½% iger „ „ „ „ „	—	96.59
1888:	3½% iger „ „ „ „ „	—	99.30
1889:	„ „ „ „ „ „	99.—	100.04
1890:	„ „ „ „ „ „	96.—	96.20
	u. 4% iger „ „ „ „ „	100.20	101.90
1891:	„ „ „ „ „ „	101.80 u. 101	102.58
1892:	„ „ „ „ „ „	102.—	102.98
1893:	„ „ „ „ „ „	102.50	103.17
1894:	3½% iger „ „ „ „ „	96.50	98.06
1895:	„ „ „ „ „ „		101.28
1896:	„ „ „ „ „ „	101.50 u. 100.50	101.70
1897:	„ „ „ „ „ „	100.50	100.58
1898:	„ „ „ „ „ „	—	99.15
1899:	4% iger „ „ „ „ „	101.50	102.39
1900:	„ „ „ „ „ „	100.50	100.18
1901:	„ „ „ „ „ „	98.50	99.72
1902:	„ „ „ „ „ „	100.—	102.78
1903:	„ „ „ „ „ „	102.70	103.45
	u. 3½% iger „ „ „ „ „	97.25	97.36

[1] Die Verlosungszuschläge konnten bei der Berechnung des

den von der Preussischen Central-Bodenkredit-gewährten Darlehen.

Nomineller Hypothekenzinsfuss	Realhypothekenzinsfuss berechnet nach dem Emissionskurs	Durchschnittskurs der Pfdbrfe.
5.25%	—	5.25%
„	5.34%	5.25—5.17%
4.75%	4.82%	4.84%
5.25%	5.25%	5.25—5.16%
5.25%	5.25%	5.25—5.15%
4.75%	—	4.89%
5.25%	5.25%	5.25—5.14%
4.75%	4.82%	4.79%
5.25%	.	5.25—5.14%
4.75%	4.77%	4.76%
5.25%	—	5.25—5.19%
4.75%	—	4.83%
5.25%	—	5.25—5.16%
4.75%	—	4.80%
5.25%	—	5.25—5.17%
4.75%	—	4.82%
4.75%	—	4.75—4.63%
„	4.80%	—
4.25%	4.36 resp. 4.33%	4.32%
„	—	4.28%
„	4.34%	4.29%
„	4.32%	4.26%
„	—	4.25—4.22%
„	4.25—4.24%	4.25—4.22%
„		4.25—4.14%
3.75%	—	3.79%
4.25%	—	4.25—4.15%
3.75%	—	3.88
3.75%	—	3.78%
„	3.79%	3.75%
„	3.91%	3.90%
4.25%	4.25—4.24%	4.25—4.17%
„	4.25—4.17 resp. 4.21%	4.25—4.14%
„	4.25—4.17%	4.25—4.13%
„	4.25—4.15%	4.25—4.12%
3.75%	3.89%	3.82%
„	—	3.75—3.70%
„	3.75—3.69 resp. 3.73%	3.75—3.69%
„	3.75—3.73%	3.75—3.73%
„	.	3.78%
4.25%	4.25—4.19%	4.25—4.15%
„	4.25—4.23%	4.25—4.24%
„	4.31%	4.26%
„	4.25%	4.25—4.14%
„	4.25—4.14%	4.25—4.11%
3.75%	3.86%	3.85%

Realhypothekenzinsfusses nicht berücksichtigt werden.

14. Tabelle: Die Emissionen in Deutschland seit 1883 nach den Zusammenstellungen des deutschen Ökonomist (Kurswert in Millionen M.).

	Deutsche Papiere								Ausländische Papiere				
Jahr	1. Staats-anleihen	2. Kommunal-anleihen	3. Pfand-briefe	4. Eisenbahn-Obl.	5. Industrie-Obl.	6. Summa 1—5	7. Aktien	8. Summa 6 und 7	9. Staats-anleihen	10. Sonstige fest-verz.	11. Aktien	12. Summa 9—11	Gesamt-summe 8 und 12
1883	44.21	59.33	191.32	—	45.79	340.65	113.32	453.99	141.14	121.23	37.50	299.88	753.87
1884	47.14	47.53	188.23	5.82	48.01	336.73	38.08	374.82	374.36	107.07	48.28	529.71	904.53
1885	78.99	61.96	154.17	9.18	32.86	337.16	51.97	389.14	128.19	325.18	56.36	509.73	898.87
1886	77.69	104.65	251.88	4.97	12.76	451.95	78.26	530.22	115.02	337.54	32.60	485.17	1015.39
1887	154.50	66.05	214.89	4.00	31.04	470.48	128.14	598.63	108.90	296.26	4.41	409.57	1008.20
1888	671.19	30.41	324.73	3.04	27.99	1057.36	260.05	1317.41	407.34	182.60	77.44	667.39	1984.80
1889	230.58	15.33	406.26	4.71	19.18	676.06	481.67	1157.73	167.41	357.52	59.—	583.94	1741.67
1890	414.94	58.10	292.41	8.00	55.20	828.65	306.18	1134.83	238.80	120.13	26.84	385.77	1520.60
1891	440.65	84.83	341.69	—	29.38	896.55	76.49	973.04	138.55	91.33	14.85	244.74	1217.79
1892	313.90	55.17	437.87	3.75	13.28	824.97	21.57	844.55	83.77	83.92	4.00	171.69	1016.24
1893	356.69	79.79	349.82	2.08	68.91	857.29	66.47	923.76	304.31(?)	72.17(?)	—	342.48	1266.24
1894	202.51	92.85	559.64	7.95	50.25	913.20	122.11	1035.31	188.59	149.36	46.04	383.99	1429.30
1895	42.69	96.79	500.00	5.56	39.97	685.01	371.71	1056.72	73.10	227.22	17.58	317.90	1374.62
1896	58.66	101.34	487.55	48.67	42.79	739.01	588.55	1327.56	261.74	226.92	79.61	568.27	1895.83
1897	19.18	147.94	483.28	9.75	58.01	718.16	593.63	1311.79	166.87	441.18	24.86	632.91	1944.70
1898	160.44	100.80	364.81	16.96	143.12	786.13	911.30	1697.43	230.88	460.03	18.81	709.72	2407.15
1899	399.13	261.05	447.12	49.58	74.02	1230.90	1146.67	2377.57	102.24	101.26	30.32	233.82	2611.39
1900	200.40	220.35	126.10	85.02	178.77	810.64	691.20	1501.84	168.36	17.35	89.56	275.27	1777.11
1901	505.57	293.58	210.50	14.81	193.29	1217.75	203.56	1421.31	29.26	169.92	10.85	210.03	1631.34
1902	536.40	196.13	411.04	8.71	158.10	1310.38	346.81	1657.19	339.00	99.88	14.62	453.50	2110.69
1903	317.63	208.56	564.72	1.94	64.96	1157.81	266.32	1424.13	80.77	127.51	33.39	241.67	1665.80

15. Tabelle: Die Gründungen von Aktiengesellschaften in Deutschland 1871—1903.

(Nach den Zusammenstellungen des deutschen Ökonomist.)

Jahr	Zahl der gegründeten Gesellschaften	Aktienkapital in Millionen Mk.	
		insgesamt	durchschnittlich auf 1 Gesellschaft
vor 1871	235	2073.89	8.82
1871	207	758.76	3.65
1872	479	1477.73	3.85
1873	242	544.18	2.2
1874	90	105.92	1.18
1875	55	45.56	0.83
1876	42	18.18	0.43
1877	44	43.42	0.99
1878	42	13.25	0.32
1879	45	57.14	1.27
1880	97	91.59	0.94
1881	111	199.24	1.80
1882	94	56.10	0.60
1883	192	176.03	0.92
1884	153	111.24	0.72
1885	70	53.47	0.76
1886	113	103.94	0.92
1887	168	128.41	0.76
1888	184	193.68	1.05
1889	360	402.54	1.12
1890	236	270.99	1.16
1891	160	90.24	0.56
1892	127	79.82	0.63
1893	95	77.26	0.81
1894	92	88.26	0.96
1895	161	250.68	1.56
1896	182	268.58	1.48
1897	254	380.47	1.50
1898	329	463.62	1.40
1899	364	544.39	1.49
1900	261	340.46	1.30
1901	158	158.25	1.002
1902	87	118.43	1.36
1903	84	300.04	3.58

In **J. D. Sauerländer's Verlag in Frankfurt a M.** ist erschienen und durch alle Buchhandlungen, sowie auch gegen Voreinsendung des Betrages vom Verlag direkt franko zu beziehen:

Die

Solidarität der Geldmärkte.

Eine Studie

über die

Verschiedenheit der gleichzeitigen Diskontsätze verschiedener Länder

von

Dr. **N. E. Weill.**

gr. 8°. X. 115 Seiten. M. 2.40 broch.

Die vorliegende Studie setzt sich das Ziel, eine noch recht ungeklärte, theoretische Frage des Bankwesens, welche auch für die Praxis des Bankgeschäfts von eminenter Bedeutung ist, der Lösung näher zu führen, nämlich die Frage, inwieweit eine „Verschiedenheit unter den gleichzeitigen Diskontsätzen verschiedener Länder" bestehen kann.

Der Verfasser sucht in seiner Arbeit zuerst durch theoretische Deduktion von feststehenden Sätzen die These aufzustellen, welche die mögliche Verschiedenheit der gleichzeitigen Diskontsätze verschiedener Länder in fast allen Fällen als vom Niveau der Wechselkurse abhängig erklärt. Um die Möglichkeit praktischer Rechnungen herbeizuführen, sucht das dritte Kapitel die Grenzen der Schwankungen der hauptsächlichsten Wechselkurse aufzufinden, um in den letzten Kapiteln ziffernmässige Grenzen der Differenz der gleichzeitigen Diskontsätze, differenziert nach dem Niveau des Wechselkurses, zu geben und an den Ziffern der Geschichte des Geldmarktes während der letzten 10 Jahre deren Richtigkeit zu prüfen.

Das Buch wendet sich an alle theoretischen wie praktischen Interessenten des Bankwesens und des Wechselgeschäfts.